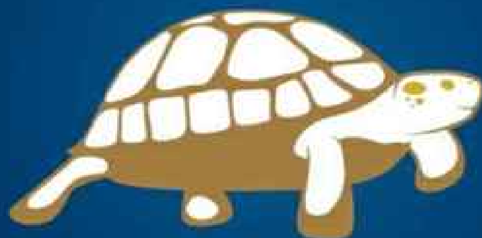
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小乌龟投资智慧 2

投资丛林生存法则

伍治坚 ◎ 著



联袂力荐

许仲翔 锐联财智主席和创始人
陈鹏 CFA亚太区首席执行官
李楠 上海交通大学安泰经管学院金融系副教授
李善军 美国康奈尔大学终身职副教授
曹杰 香港中文大学金融系终身职副教授
顾朝阳 香港中文大学会计学院院长
张橹 美国俄亥俄州立大学费舍尔商学院教授
魏尚进 哥伦比亚大学商学院教授


中国工信出版集团


電子工業出版社
PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY
http://www.phei.com.cn

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

感谢语

我要感谢我的太太和我的父母。没有他们的倾力支持，这本书很难如期完成。

我要感谢我的好朋友，Olivier Bonavero先生。该书中的不少内容，都来自于我俩之间的头脑风暴。

同时我也要感谢以下这些朋友（排名不分先后）：李刚、白琳、廉春晖、李明、刘崴、陈筱琳、陈奕新、李玉、倪泽瑜、杨栩。他们为本书提了不少非常有价值的意见和建议。

最后我要感谢在知乎、雪球、微信公众号、今日头条等平台上支持我的读者朋友们。正是你们的支持，让我能够笔耕不辍，长期坚持金融投资普及教育的工作。希望我的文字能够帮助到更多的朋友。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专业人士推荐

散户投资者往往情绪过盛、理性欠缺。散户占大头的中国股市时不时出现一些让人匪夷所思的情形。比如在奥巴马获得美国总统大选胜利时，一只名为“澳柯玛”的股票涨停；当特朗普获得美国总统大选胜利时，一只名为“川大智胜”的股票涨停。为了普及理性投资的思想，伍治坚写了不少文字，包括这本智慧与趣味双全的《小乌龟投资智慧：投资丛林生存法则》。这些书籍，开卷有益。读者无论是否“炒股”，都会对股市的特点与规律有更深的理解。

——魏尚进，复旦大学泛海国际金融学院学术委员会主席，哥伦比亚大学商学院教授

传统金融学术研究充斥着数学公式和术语，而 2017 年的诺贝尔经济学奖却颁给了行为金融学家。普通投资者该如何去理解金融、提高自己的投资水平？伍治坚为广大普通投资者搭起了一座通往金融学术研究的“桥梁”。基于他的专业背景，伍治坚潜心研究了那些晦涩难懂的金融专业文献，然后通过文章、播客和书本等不同形式，将这些有价值的知识通过深入浅出的方式传播分享给千千万万的普通读者和听众。作为一名大学教授，我感到伍治坚的工作非常有意义。我希望有更多的读者可以通过阅读伍治坚的文字来提高自己的投资水平和金融教育程度，做一名合格的投资者。

——顾朝阳，香港中文大学会计学院院长

市场上比较畅销的投资类书籍，有很多都是投读者所好，用诸如“一夜致富”“财富自由”之类的幌子吸引大家花银子去买书，误导了不少无知的读者。伍治坚的《小乌龟投资智慧：投资丛林生存法则》的不同之处在于，他说了很多金融投资从业人员不敢说，或者不愿意说的真话，以让更多的投资者受到教育，做出对他们自己更有利的投资决策。我希望有更多的读者能够从伍治坚的文字中学到有用的价值，变得更加智慧。

——张橹，美国俄亥俄州立大学费舍尔商学院John W.Galbreath金融学讲席教授

投资者教育，有时候是一件吃力不讨好的事。很多投资者期望听到“一夜暴富致富经”，或者“能够翻十倍的股票代码”，而不愿意有人苦口婆心地告诉他“天下没有免费的午餐，不要梦想炒股致富”。因此在市场上充斥着各种“40岁以前实现财富自由”之类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的“毒鸡汤”。很遗憾的是，追求这种目标的投资者大多在被收了“智商税”之后还不自知，最后两手空空，失望而归。

为了教育广大投资者，伍治坚写了不少文字，包括之前出版的《小乌龟投资智慧：如何在投资中以弱胜强》和现在这本《小乌龟投资智慧：投资丛林生存法则》。希望有更多的读者可以读到这些科普教育性文字，让自己变成更为聪明的投资者。

——李善军，美国康奈尔大学查理斯·戴森应用经济与管理学院终身职副教授

每个投资者都希望自己能在投资丛林中顺利通行，收获丰硕。伍治坚通过大量的实际案例说明投资丛林中充满了各种未知和不确定性。他用风趣幽默的笔调给投资者介绍了投资学和行为金融学的相关学术研究成果，不仅帮助投资者意识到各种陷阱，提高警惕性，从而做出最优的投资决策，而且帮助身处“象牙塔”的学者了解到生动的实际案例并有所思考。

——李楠，上海交通大学安泰经管学院金融系副教授

中国有很多“无师自通”的投资者。在他们看来，来自大学和研究机构的金融研究太过书生气，不如自己摸爬滚打的经验更加有用。但事实上，有越来越多的研究表明，很多投资者都受到一些行为学偏见的影响（比如过度自信、损失厌恶、心理账户等），在下意识中做出非理性的投资决策。

为了帮助广大投资者，伍治坚在这本《小乌龟投资智慧：投资丛林生存法则》中引用了不少经典的经济和金融研究。我希望有更多的读者能够学习并理解这些研究背后的逻辑，从中获得对自己有用的价值。

——曹杰，香港中文大学金融系终身职副教授

我十分幸运 90 年代在美国求学和工作初始阶段，就从师于在金融投资领域推行科学实证投资的学术和实践的先驱们：Roger Ibbotson （Yale Univer sity；Founder of Ibbotson Associates）；Eugene Fama （University of Chicago，2013 Nobel Prize Winner）；K en Fre nch （D artmouth co llege）；Jo e Ma nseuto （Founder of Morningstar）；David Booth （Founder of Dimensional Fund Advisors）。

在过去 20 多年中我也全身心投入到推广科学实证投资的应用中，推广这种投资方法需要长期坚持两方面的信仰和实践：①坚持运用科学和实证来指导投资决策；②坚持把投资人的利益（而不是自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或自己公司的利益）放在最高位置。推行这种方法在投资行业比较少见，特别是在中国。一些金融机构的态度是，尽最大可能去利用这些投资者的弱点来为自己获利。

伍治坚所做的工作和我的理念很契合：他不厌其烦地通过写作的方式，和读者们分享科学实证投资，以及投资者最常见的错误，提醒他们小心各种投资陷阱，提高自己的决策质量。伍治坚做了一件很多基金经理不愿意做，或者不敢做的事情。我希望有更多的投资者，通过阅读《小乌龟投资智慧：投资丛林生存法则》这样的书籍来加入并得益于科学实证投资。

——Dr Peng Chen（陈鹏博士），DFA 亚太区（除日本）首席执行官

伍治坚的不同之处在于，他不光对金融学术研究有自己独到的见解，同时他也是基金管理行业的一名实践者。在基金管理行业，像伍治坚这样敢于坚持说真话，把种种行业内幕通过写作的方式公之于众的作者非常少。作为一名多年在基金管理行业从业的“老司机”，我建议广大非本专业出身的朋友们有空时可以阅读一下伍治坚写的文章和《小乌龟投资智慧：投资丛林生存法则》这本书，减少自己被忽悠的概率。

——Dr Jason Hsu（许仲翔博士），Rayliant Global Advisors（锐联财智）主席和创始人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作者的话

在电影《奇幻森林》（The Jungle Book）中，一个人类小孩毛克利（Mowgli ）误打误撞被一头黑豹发现，并由一群野狼养大。由于在丛林中到处充满着各种危险，毛克利的成长过程远非一帆风顺。有一些危险是显而易见的，比如像狮子和老虎这样凶猛的野兽；而有一些危险则隐藏在光鲜的外表之下，比如看似鲜艳美丽的吃人花和语气温柔的大蟒蛇。有时候树上一只小甲壳虫看起来十分漂亮，让人忍不住想去摸两下，但它冷不丁会咬你一口，其毒性足以致命。像毛克利这样的小孩，如果想要生存下来，就需要学会分辨自己的朋友和敌人，避开危险，在同大自然不断搏斗的过程中变得越来越强大。

很多个人投资者，在选择投资理财产品的时候，就好像那个丛林中的小孩毛克利。一旦踏入银行或者理财机构的大门，你就已经变成了这个丛林中的猎物。想要把投资产品卖给你的销售人员，一个个都是帅哥美女，笑容满面。他们向你呈现的投资产品，一个个看起来都如花似玉，让人难以抗拒。如果没有分辨力和抵抗力，那么你很可能会在不知不觉之中变成了这些丛林中野兽的盘中餐。

《小乌龟投资智慧：投资丛林生存法则》这本书，旨在通过一些真实的投资案例，告诉你在进入这个丛林之前，应该先学会哪些生存技巧。我写本书的目的，是想通过分享这些案例，告诉你在丛林中这些“狩猎者”最常用的伎俩是什么，危害在哪里。作为一个被捕猎的对象，我们应该如何识别这些伎俩，并且避开美丽的陷阱。

在这里需要提醒你的是，本书会揭露很多所谓的“行业黑幕”，以及满满的各种套路。这些套路可能会让一些读者感到不适，甚至心生厌恶。这让我想起了电影《黑客帝国》（Matrix）中的一个桥段——莫菲斯（Morpheus）拿出两颗药丸，告诉尼奥（Neo）：如果你吃下这颗蓝色药丸，那么就当作什么事都没有发生，明天早上醒过来可以继续在这个虚拟的世界中享受生活。如果你吃下这颗红色药丸，我就会慢慢告诉你这个真实的世界到底有多肮脏和黑暗。记住：我向你提供的，只是事实，仅此而已。

在我看来，《小乌龟投资智慧：投资丛林生存法则》这本书，就好像莫菲斯给尼奥的那颗红色药丸。我向各位读者提供的，只是事实而已。如果你已经准备好接受投资中的残酷现实，那么就跟我一起开始这段旅程吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伍治坚

2017年12月

轻松注册成为博文视点社区用户（www.broadview.com.cn），扫码直达本书页面。

- **提交勘误**：您对书中内容的修改意见可在 提交勘误 处提交，若被采纳，将获赠博文视点社区积分（在您购买电子书时，积分可用来抵扣相应金额）。
- **交流互动**：在页面下方 读者评论 处留下您的疑问或观点，与我们和其他读者一同学习交流。

页面入口：*http：//www.broadview.com.cn/33371*



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

作者简介
感谢语
专业人士推荐
作者的话
第1章 位置决定脑袋
1.1 理解激励的作用
1.2 案例分析：第三方理财公司
1.2.1 缺乏独立性
1.2.2 利益冲突
1.3 私募股权
1.4 辨别好的和坏的投资建议的技巧
1.4.1 “销售型”投资建议的主要特点
1.4.2 “知识型”投资建议的主要特点
1.5 给理财顾问的问题列表
第2章 人性本傻
2.1 幸存者偏差
2.2 小样本偏见
2.3 心理账户
2.4 无处不在的锚
2.5 赢家的诅咒
2.6 过度自信
2.7 学会管住自己
第3章 投资界的造神运动
3.1 最神秘的明星：James Simons
3.2 次贷危机造就的明星：Kyle Bass和John Paulson
3.3 年收入超过10亿美元的明星：Bill Ackman
3.4 高学历明星：John Hussman

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.5 媒体和讲座明星：拉里·威廉姆斯
3.6 投资者教训
3.6.1 光环效应
3.6.2 投资大神确实存在
3.6.3 严格控制投资费用
3.6.4 挑选基金的挑战
第4章 英雄榜的背后
4.1 基金英雄榜靠谱吗
4.2 市场很难战胜
4.2.1 客观评价基金业绩没那么容易
4.2.2 SPIVA统计结果
4.2.3 中国的基金经理能否战胜市场
4.2.4 挑选基金经理的难处
4.3 基金经理的借口
4.4 我们应该怎么办
第5章 简单的事情复杂化
5.1 销售人员更喜欢卖复杂的产品
5.2 简单事情复杂化的完美案例
5.3 结构性票据
5.4 挪威养老基金
5.5 大道至简
第6章 信息就是力量
6.1 施罗德和努密斯之战
6.2 “阿克”的信息战
6.3 火眼金睛甄别“忽悠”产品
6.3.1 一级市场私募股权
6.3.2 公募基金
6.3.3 P2P理财、比特币等
第7章 狐狸和乌鸦
7.1 股民和券商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7.2 向赌场学习
7.3 贵在坚持
第8章 利益绑定
8.1 黑石集团
8.2 瑞士央行
8.3 代理人问题
8.4 利益绑定
8.5 言行一致
第9章 算命先生
9.1 高盛的投资建议
9.2 预测是很困难的
9.3 我们能靠预测赚钱吗
9.4 理性对待专家预测
第10章 不求最好，但求最贵
10.1 越贵越好
10.1.1 红酒实验
10.1.2 花钱买教训
10.1.3 开跑车的基金经理
10.2 基金经理的收费魔法
10.3 钢铁侠的诱惑
10.4 炒房的诱惑
10.5 严格控制投资费用
第11章 寻找风口上的猪
11.1 私募股权简介
11.1.1 创业投资（Venture Capital）
11.1.2 成长资本（Growth Capital）
11.1.3 夹层融资（Mezzanine Finance）
11.1.4 收购（Buyout）
11.2 如何正确计算投资回报
11.3 贝恩资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11.4 Andreessen Horowitz
11.5 私募股权投资的常见误解
11.5.1 私募股权投资回报更高
11.5.2 私募股权是一种资产类型
11.5.3 私募股权基金规模越大越好
11.5.4 任何人都能投资私募股权
第12章 向大咖学习
12.1 专访Ilia Dichev教授：投资对冲基金的真实回报
12.1.1 投资对冲基金的真实回报
12.1.2 如何正确计算投资收益率
12.1.3 投资者喜欢“追涨杀跌”
12.1.4 给投资者的建议
12.1.5 作者点评
12.2 专访Campbell Harvey 教授：分清技能和运气
12.2.1 运气和技能的差别
12.2.2 如何应对量化交易策略中的随机性
12.2.3 绝大多数量化基金都是骗人的
12.2.4 作者点评
12.3 专访Jason Hsu博士：聪明贝塔在中国
12.3.1 小心陷入“追涨杀跌”的投资陷阱
12.3.2 均值回归
12.3.3 中国和美国股市的区别
12.3.4 股市的长期回报
12.3.5 国外投资策略搬到中国的挑战
12.3.6 对投资者的建议
12.3.7 作者点评
12.4 专访顾朝阳教授：基金和券商如何联手“割韭菜”
12.4.1 券商和机构的关系
12.4.2 机构和券商如何“割韭菜”
12.4.3 作者点评

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12.5 专访William Bernstein博士：主动投资和被动投资
12.5.1 被动投资为什么管用
12.5.2 如何解释股神的存在
12.5.3 市场不规则（Market Anomaly）
12.5.4 市场指数的弊端
12.5.5 被动投资是否有违市场经济
12.5.6 被动投资有没有泡沫
12.5.7 作者点评
结束语



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章 位置决定脑袋

假设在电视里，你看到一位经济学家侃侃而谈，告诉大家房价很快要见顶了，劝大家不要买房。你是听他的，还是不听他的？相信这是过去 10年中很多老百姓都经历过的真事。

在这个问题中，房价涨，或者不涨，并不是最关键的。核心的问题是这位经济学家自身的利益。经济学家上电视预测未来的房价走势，主要原因是他自己也等着想买房，还是为了宣传自己的名气，多挣一些出场费？

到最后，如果这位经济学家的预测发生错误，房价并没有下跌，反而上涨得更凶，他自己有没有受到任何损失？如果这位看空房价的经济学家不会受到任何损失，甚至可能获得盈利（比如他自己就有好几套房），那么他的话就一文不值。

这就是我想在本章中和大家分享的一个重要道理：在做任何判断，或者听取任何意见之前，我们应该先认清其背后的利益激励。

1.1 理解激励的作用

美国著名的投资人沃伦·巴菲特多年的合伙人查理·芒格曾经说过：当你应该思考利益激励这个问题时，千万不要去考虑任何其他问题。

在作出任何一个投资决定前，我们需要考虑的第一个重要问题就是激励的作用。

举个例子来说，我们每个人都需要买保险。保险是一个比较复杂的金融产品。首先，有很多不同的险种；其次，有多个不同的保险公司。这些公司提供的保险产品与服务琳琅满目，让人目不暇接。对于一个非金融专业出身的门外汉来说，选择适合自己的保险产品是一件非常头疼的事情。因此，对于绝大多数人来说，都需要专业的建议来帮助自己作出理性的选择。

问题在于，绝大多数卖保险的专业人士，比如保险代理，其主要收入都来自于他们销售的保险产品的佣金。这里就有一个明显的“激励错位（Incentive Misalignment）”问题。

从客户的角度来看，我们确实需要一位靠谱的职业人士，在分析了个人和家庭经济情况后，帮助我们选择最合适的保险产品。但从保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险经纪人的角度来看，他们的业绩和收入主要取决于能够卖出多少份保险产品。

因此，对于某些“工作努力”的保险经纪人来说，能够卖出更多的保险产品是他们唯一的，也是最重要的职业目标。和这样的保险经纪人打过交道以后你就能明白，他们说的每一句话都是为了一个目的，就是把那份保险产品卖给你。至于你个人的经济情况是否负担得起这样的保险，这个保险对于你来说是否必要和划算，你的家人是否需要这样的保险等，这些问题都是次要的，并不在保险经纪人的考虑范围之内。

显然这样的保险经纪人是不合格的。令人遗憾的是，这样的现象并不是个例。比如在 2013—2016年间，中国香港的保险得到很多内地人士的青睐。笔者就亲眼目睹了一些私人银行的客户经理，在和他们的客户打交道的过程中顺带卖保险。其实香港很多私人银行的客户经理的收入是非常高的，但是对金钱的贪欲让他们欲罢不能，在 30%～35%保费佣金的刺激下，完全不顾自己的专业背景和客户的个人实际情况，而大力推销各种能够让他们赚取快速回报的保险产品。这种行业乱象实在让人觉得失望。

类似的问题不光局限于保险行业，最近几年发展特别快的第三方理财机构也存在类似问题。从投资者的角度来说，我们需要职业化的理财顾问，在分析了个人和家庭经济情况之后，向我们推荐靠谱的和合适的金融投资产品。但是某些第三方机构的理财师们，其收入主要依靠他们销售的理财产品的返佣。在这种情况下，“位置决定脑袋”的逻辑决定了他们的理财建议很难保持中立，因为他们对客户的所谓“理财建议”很可能会偏向那些“收费高、返佣高”的基金产品。

一个聪明的投资者，在考虑投资任何一个理财产品之前，首先需要理解当事人的利益激励机制。通俗地讲，就是“位置决定脑袋，利益决定态度”。下面就让我引用一个具体案例来帮助大家更深刻地分析这个问题。

1.2 案例分析：第三方理财公司

在过去十年，有很多第三方理财公司破土而出。这些理财公司主要的商业模式，是为投资者提供各种理财产品和服务。

下面以一家中国比较有名的第三方理财公司为例，为大家分析一下他们的商业模式，以及和广大投资者之间存在的潜在利益冲突。为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了避免不必要的法律纠纷，在本章节中我将该公司称为 NY 理财。由于其他理财公司的经营方式和NY理财大同小异，因此下面的分析比较具有代表性。

1.2.1 缺乏独立性

NY理财的工作，是向广大投资者推荐各种金融理财产品。这些理财产品包括：二级市场基金、保险、组合基金（FOF）、私募股权和房地产基金等。

在销售这些金融理财产品的同时，NY财富主要收取以下费用。

（1）一次性佣金：比如申购费，一般直接从申购资金中一次性扣除。

（2）重复性佣金：比如每年收取的管理费。

（3）业绩分成：在一些基金（比如私募股权）中，NY财富会分到一些业绩分成。

（4）其他服务费。

根据 NY财富公布的 2016年年报显示，在财富管理（Wealth Managem ent）业务中，其一次性佣金收入占到年收入（2016 年）的62%左右，年管理费占到 32%，如图 1-1 所示。也就是说，该公司的收入主要来源于其销售的理财产品得到的佣金（一次性佣金和年管理费加起来相当于该公司一年94%的收入）。

理财顾问收取佣金的做法，一直以来都饱受争议，其主要原因就在于理财顾问“位置决定脑袋”，在佣金的激励下很难保持客观中立。

从 2013 年开始，英国金融市场行为监管局（FCA）就明文规定，禁止理财顾问从产品端（比如基金公司）收取佣金。背后的主要原因就是为了保护投资者的利益，限制理财顾问向客户推销不适合他们的金融理财产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

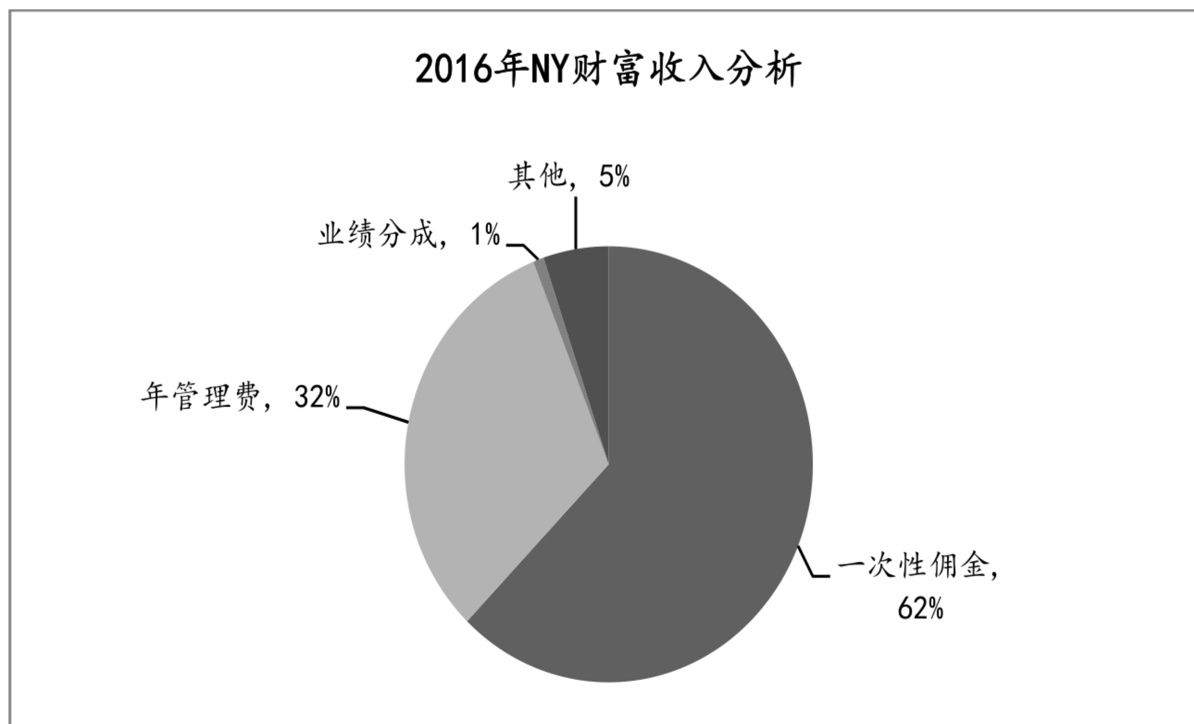


图1-1

数据来源：NY财富控股2016年年报

2016年 4月，美国劳工部公布了新的信赖标准（Fiduciary Standard），要求理财顾问将客户的利益置于自身利益之上。将客户的利益置于自身利益之上的核心就是，理财顾问应该从客户的角度出发，选择最适合客户的投资理财产品，而不是受佣金高低的影响，总是推销那些佣金最高的“金融鸦片”。

英美政府之所以要通过立法来禁止理财顾问根据佣金高低推荐产品或收取费用，或者用“将客户利益置于自身利益之上”的信用要求来约束理财顾问，就是因为他们深谙“利益激励”的威力。不管理财顾问的出发点有多好、人有多善良，在利益和佣金的刺激下，没有人能够保证自己的潜意识中不会倾向于作出那些“损人利己”的商业行为，为了提高自己的收入而让客户做冤大头。

一个聪明的投资者，需要明白这其中的道理，在购买任何理财产品之前先把背后的利益关系理清楚。在得到充分的信息之后，再决定是否要考虑对方推荐的投资理财产品。

1.2.2 利益冲突

除缺乏独立性之外，NY财富同时提供第三方理财顾问（Wealth Management）和资产管理（Asset Ma nagement）服务，因此和他们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客户之间存在潜在的利益冲突。

举个例子来说，如果 NY 财富的客户要求理财顾问推荐一只基金，那么理财顾问在推荐其关联方的基金和其他公司的基金时，能够保证其推荐的独立和客观吗？正所谓肥水不流外人田，NY财富的资产管理部门想要力推其关联方的基金产品本无可厚非。但这样的做法，对第三方理财顾问的投资者客户能够做到客观、公正吗？

如图 1-2 所示的是 NY 财富年报中披露的非关联方收入（Third Party Revenue）和关联方收入（Related Party Revenue）的变化情况。我们可以看到，在 2011 年/2012 年时，NY 财富的收入主要来自于推销第三方理财产品（图1-4中深色柱子，非关联方收入），因此它基本上是一个名副其实的中介。

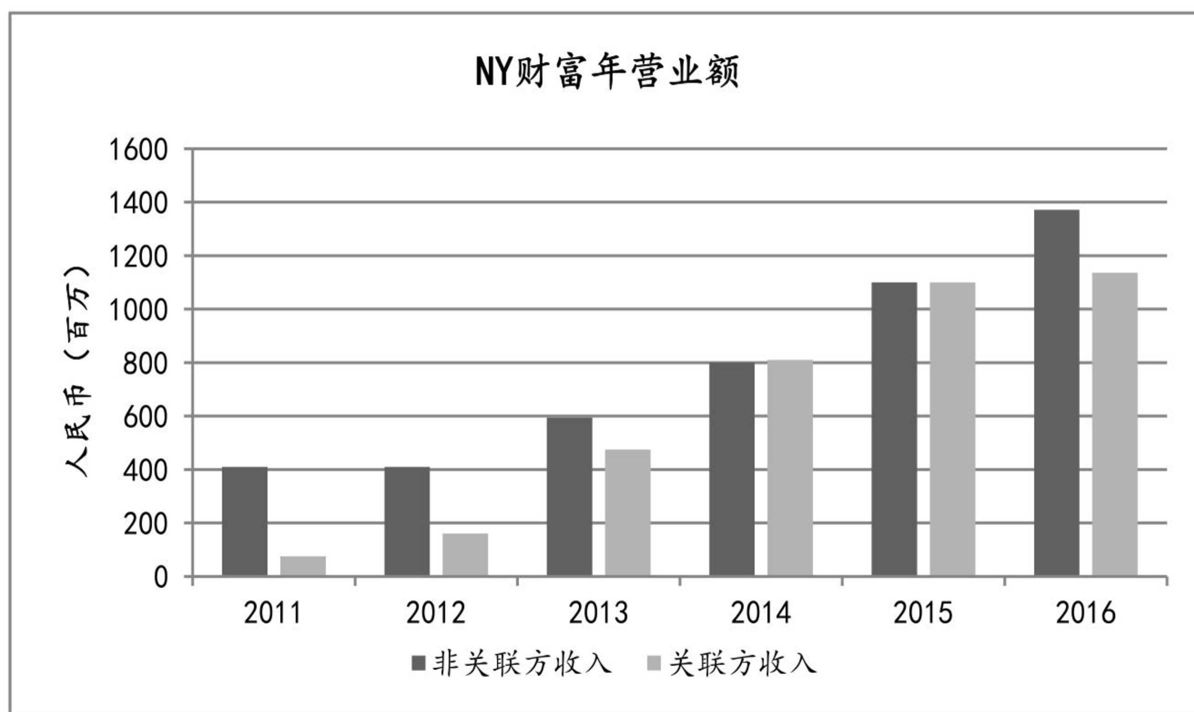


图1-2

数据来源：NY财富2016年年报

但是在2013—2016年间，NY财富通过推销关联方（Related Party）的理财产品得到的收入每年都在快速增长（图 1-4 中浅色柱子，关联方收入）。2014 年及以后，其通过推销自家的金融理财产品得到的收入，和通过推销第三方理财产品得到的收入已经旗鼓相当。

也就是说，NY财富已经不是一家纯粹的“第三方理财机构”了。更准确的说法是，NY财富是一家同时推销第三方理财产品和自己关联方理财产品的基金公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，并没有法律规定一家金融公司不能同时推销第三方和自己关联方的理财产品。但是从投资者的角度来讲，我们有权获得信息和真相。只有知道了该投资产品背后的利益关联，我们才可能在决定是否购买这样的理财产品前作出更理性和全面的评价，并得出更客观的结论。

1.3 私募股权

包括 NY 理财在内的很多第三方理财机构，在向其客户推荐各种理财产品时，都把私募股权（PE/VC）放在非常重要的一环。

这些理财机构为什么要花大力气推销私募股权？在这里我帮助广大读者朋友们分析一下。

1.私募股权的投资周期长

大部分私募股权都有一个锁定期，短则 5年，长则 7～8年，甚至更长。和流动性比较好的二级市场相比，私募股权投资者一旦把钱投入项目中，就基本丧失了对这笔钱的控制权。即使家里发生再大的变故，也很难把投出去的钱在项目到期之前提前赎回。

如此缺乏流动性的投资策略，意味着基金经理将钱留在基金中的时间更长，因此基金经理和母基金经理能够从投资者身上收取的费用也更多。

从母基金（FOF）的角度来说，像私募股权这样“卖一单，吃七年”的买卖，花大力气推广完全可以理解。但是这样的资产类别是否适合投资者，他们是否能够承担如此的投资风险，那就是另一个问题了。

2.私募股权的收费更贵

平均来讲，和二级市场上的股票、债券、房地产等资产类另相比，私募股权投资的收费要贵很多。

图 1-3 显示的是美国加利福尼亚公共雇员养老基金（CalPERS）在过去20年中对不同类别资产的投资费用和回报对比。2016年CalPERS的资产规模为2 900亿美元左右，是世界上最大的养老基金之一。该基金的投资范围涵盖私募股权、二级市场股票、固定收益、房地产等多个资产类别，因此其分析报告很值得我们研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

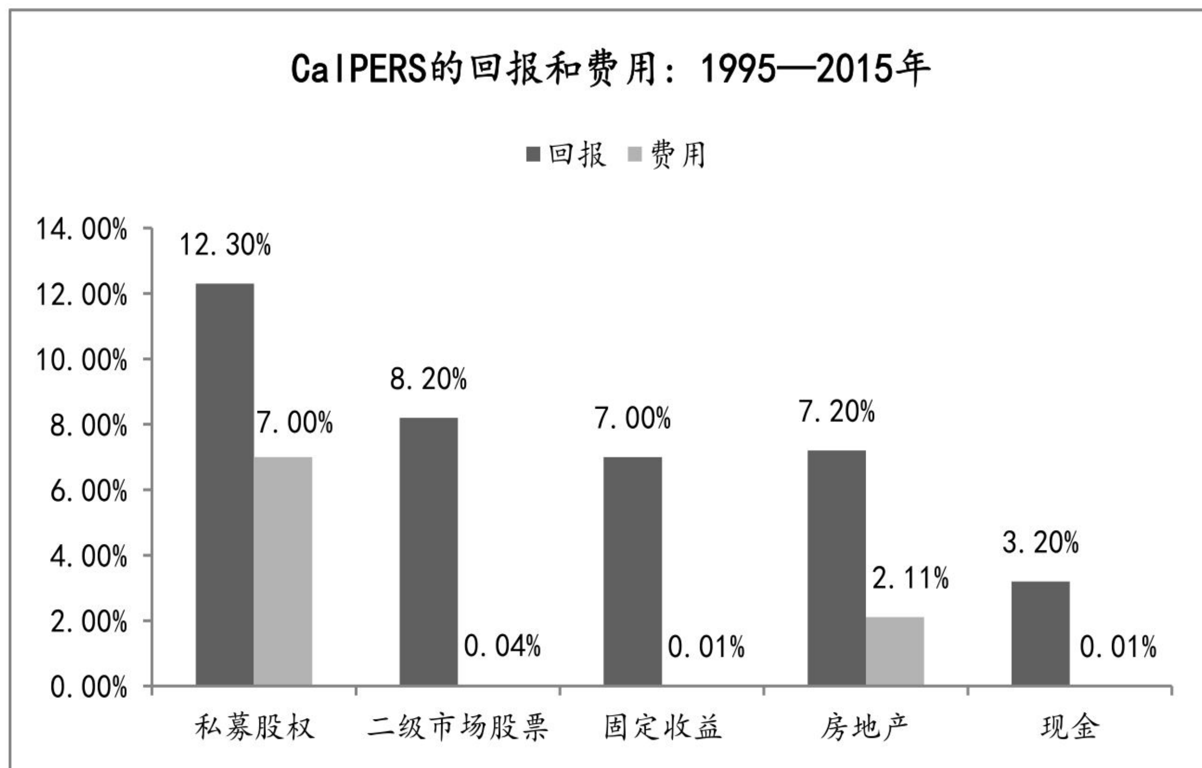


图1-3

数据来源：华尔街日报，CalPERS

图 1-3 中的深色柱子是该资产类别带来的年回报，而浅色柱子则是该基金付出的投资费用。我们可以看到，私募股权在过去 20年中为该基金带来每年约 12.3%的投资回报，但是其投资费用也是最高的，约为每年 7%左右。相比较而言，二级市场股票在同期的投资回报为每年 8.2%，但是其投资成本仅为每年0.04%。也就是说，私募股权的投资费用是二级市场股票的175倍！

有些读者可能会说：私募股权虽然费用高昂，可是它的投资回报也高呀！如果我们仅看CalPERS过去20年的历史，私募股权确实带来比二级市场股票更高的回报。但是如果你觉得自己也能像养老基金一样从私募股权中获得高回报，那就大错特错了。原因在于：养老基金的投资规模要比个人或者中小型投资者大得多，因此他们在投资人排名中永远居于最前列。养老基金能够投到很多普通投资人无法投入的私募股权项目，而他们获得的费率也往往是最优惠的。因此，如果大家都去投资私募股权，中小型投资人需要付出比养老基金和大学基金高得多的费用，却不一定买得到最好的私募股权基金，其回报自然不可同日而语。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

耶鲁基金会的首席投资官大卫·斯文森（David Swensen）在其著作中反复强调，中小投资者不要盲目跟风，盲目学习所谓的“耶鲁模式”去投资私募股权。

斯文森说过：除非投资者可以找到那些极端出色的职业投资经理，否则他们应该把自己投资的 100%放到被动型指数基金中。这里说的投资者包括几乎所有的个人投资者和绝大部分的机构投资者。

事实上，即使像 CalPERS 这样超大规模的养老基金，也正在不断降低其私募股权投资比例。如图 1-4所示，从 2012年以来，CalPERS 在私募股权中的配置比例逐年下降，其中一个很重要的原因就是其投资费用太过昂贵。

聪明的投资者应该静下心来想一想：为什么世界上最大规模的养老基金选择不断减持私募股权投资，而位于我国的第三方理财机构却不遗余力地大力推销这样的资产类别？是不是这些大型机构的投资者的智商不及理财机构，还是有其他原因？

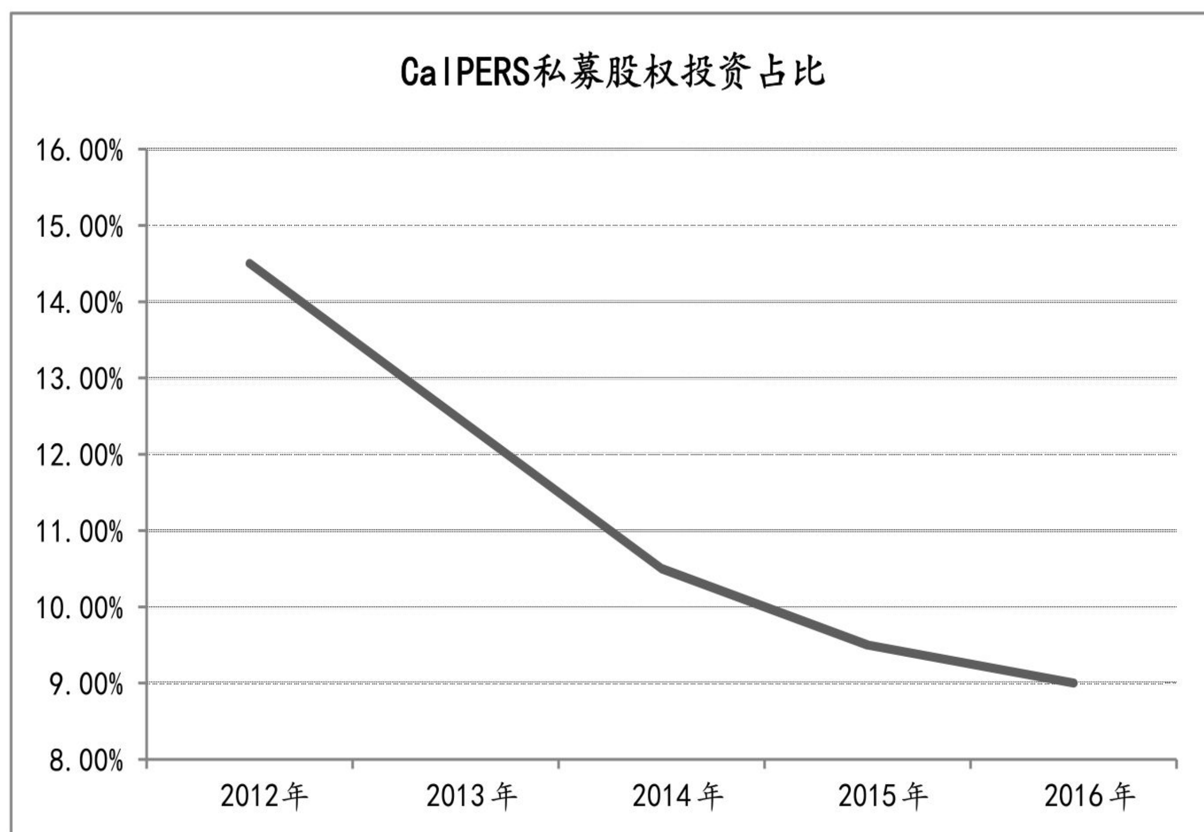


图1-4

数据来源：CalPERS

3.私募股权的投资业绩不透明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果是二级市场上的资产类别，相对来说，投资者比较容易从公开的信息媒体（比如彭博、晨星、路透等）途径获得这些金融产品的价格、新闻等相关信息，也就更能分辨自己购买的理财产品的好坏。

但是私募股权投资的都是一级市场里的非上市公司，其特点就是没有公开信息，同时监管机构对私募基金的信息披露要求也要比公募基金低很多。相对于二级市场来说，私募股权的估值频率更低，基金经理对其投资标的的估值也有更大的影响空间。由于这些原因，私募股权投资者需要做的尽职调查工作，要比二级市场上的投资者做的信息收集工作复杂和困难很多，这也导致了投资者和中介之间的信息更加不对称。

举个例子来说，如果我们购买的基金投资的是美国股票，那么很容易就能查到美国标准普尔 500 指数或者纳斯达克指数的涨跌，将该基金的业绩和这些指数进行对比，就可以很容易获知其表现究竟好不好。如果购买的是公募基金，则可以去晨星（国外基金）或者万得（国内基金）查询其历史业绩以及和基准的对比情况，这样就能大概了解该基金经理的水平范围。

但是如果投资的是私募股权基金，要想获知对方的真实水平就困难得多。比如我们经常在各大媒体上读到一些私募基金大佬们以“人生导师”的身份向年轻人提供的各种建议，因此很多读者可能都会觉得这些基金经理一定很牛。但如果问你：这些牛人真实的投资业绩回报是多少？在扣除他们所收取的费用之后，投资人的业绩回报是多少？恐怕没有几个人知道。因为他们管理的都是私募股权基金，不像公募基金那样需要披露各种信息。最后投资人得到的都是基金经理自己披露的选择性信息。在信息如此不对称的情况下，投资人了解基金经理的途径非常有限，因此首先在信息上就处于劣势。当然，并不是说投资这些经理一定赚不到钱，只是投资者应该明白自己所处的位置和投资所隐藏的风险。

上文分析了第三方理财机构大力推销私募股权基金背后的逻辑。有些朋友可能会问：这些理财机构提供的服务，包括他们发起的一些母基金（FOF），到底对投资者有没有价值呢？在笔者看来，他们给予投资者的价值主要集中在以下两个方面。

（1）FOF 经理一般不会盲目投资那些毫无投资业绩记录和完全不靠谱的VC/PE基金。截至2017年4月，中国有17 0 00多家注册的私募股权基金。这些基金鱼龙混杂，好坏参半。一家正规靠谱的 FOF，会根据一些基本条件和信息把其中绝大多数不合格的私募股权基金筛选掉。也就是说，FOF 经理可以帮助投资者剔除一些风险明显很高，或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者一眼看上去就不太靠谱的 VC/PE基金。这对于那些对私募股权投资一窍不通的“小白”投资者来说，有一定的“导航”价值。

（2）FOF 经理有一定的信息优势。通过在行业里多年的积累，一般比较大型的 FOF 经理对各只私募股权基金的了解程度要比门外汉深得多。他们可能会知道，某个经理管了几只基金，其中哪只基金好一些，哪只基金不行，哪只基金投到了一些稀缺项目。这些都是在公开市场上难以获取的信息，因此在帮助投资者降低风险、提高回报上有一定的价值。

私募股权投资的特点就是基金经理和投资者的信息极端不对称。在这种信息极端不对称的情况下，通过 FOF 投资这样的私募股权基金确实可以帮助投资者筛选掉一些明显不靠谱的基金。

但是，这个世界上没有免费的午餐，想要靠 FOF 经理帮助我们对基金经理进行筛选，那么投资者也需要付出一定的费用。最后，在扣除了这些费用之后，投资者是否还能获得一开始期望的投资回报，那就是另外一回事了。

聪明的投资者需要综合考虑其所收到的信息，独立思考，尽量过滤掉基金销售人员对自己的情绪影响，作出冷静和理性的判断。

1.4 辨别好的和坏的投资建议的技巧

广大投资者面临的最大问题在于，即使知道对面的理财师受“佣金”的利益驱动，在很多时候也别无选择。因为金融市场高度复杂，理财产品五花八门，如果不希望自己的现金在银行里被通货膨胀侵蚀，那么还是需要寻求投资的途径。金融专业人士的“好的”投资建议，就像医院里高明医生的意见一样，是每个人都需要的必备信息。

因此，对于投资者来说，如何辨别好的和坏的投资建议，是每个人都应该学习的重要技能。下面笔者就和大家分享一下如何通过区分好的和坏的投资建议来保护自己，如表1-1所示。

表1-1

好的投资建议	坏的投资建议
知识型	销售型
以客户本身的需求为导向	以销售的金融产品为导向
通过改变客户的投资习惯来提升其理财能力	通过售卖投资产品来解决客户的理财需求

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好的投资建议以传播知识为主，其目的在于通过改变客户的投资习惯来帮助他们作出更加理性的投资决策；而坏的投资建议则以销售金融产品为核心，其目的是通过售卖更多的金融产品来为投资顾问赚取佣金。

下面具体讲讲“销售型”投资建议和“知识型”投资建议的主要区别。

1.4.1 “销售型”投资建议的主要特点

“销售型”投资建议的主要特点如下。

（1）理财顾问倾向于推销高收费的金融产品，比如该理财产品/基金有很高的申购费、管理费以及业绩分成。“销售型”投资顾问更在意的是卖出产品以后可以挣到的佣金，因此只有高费率的投资产品，才可能从中分出一杯羹给渠道（销售人员）作为销售成功的奖励。

（2）基金经理不买自己的产品。这个问题在公募基金经理身上体现比较明显。

根据晨星的统计，在美国，有 47%的美国股票类公募基金经理不购买自己的基金，有 60%的国际股票类公募基金经理不投资自己的基金，如图 1-5所示。在平衡类和债券类基金中，这种情况更加糟糕。

如果连基金经理自己都不购买其管理的投资产品，那么该基金和投资者之间就缺乏明显的“利益绑定”，投资者在考虑购买这样的投资产品前需要慎之又慎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

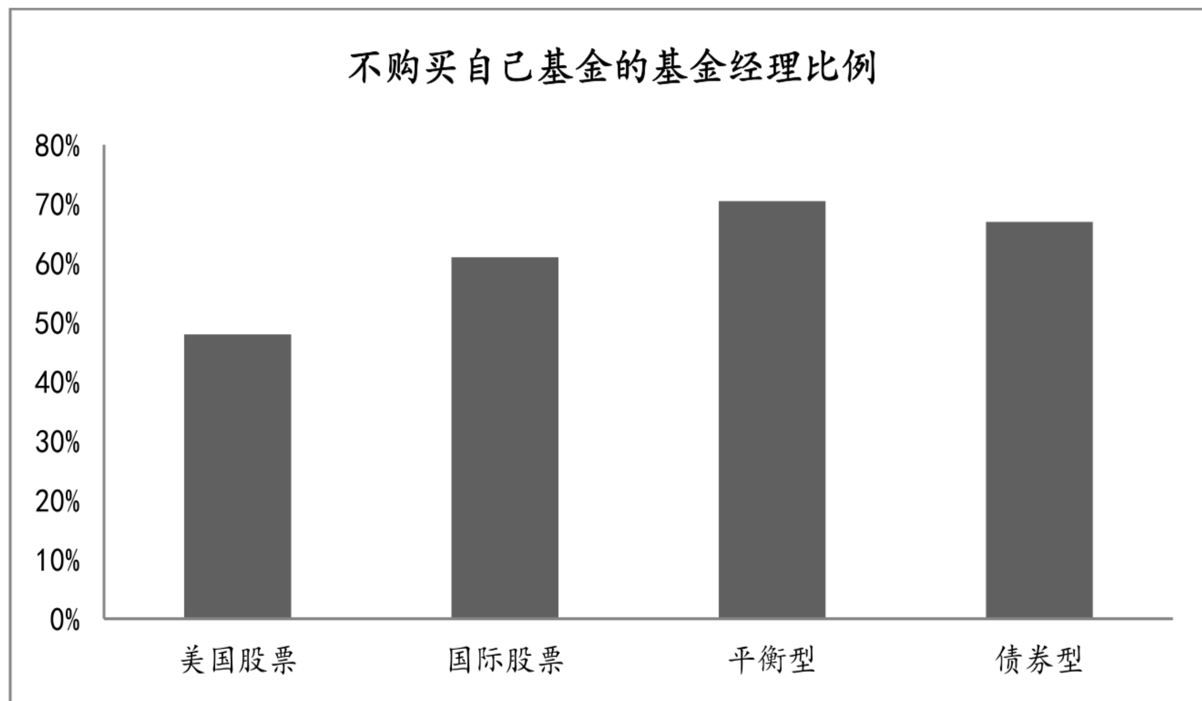


图1-5

数据来源：晨星

（3）以“超市”推销法攻克客户的心理防线。对于“销售型”投资顾问来讲，重要的是卖出产品挣得佣金。至于投资者到底应该选择哪种产品，那是其次的。

因此，一个“销售型”投资顾问一定会有一箱子琳琅满目、五花八门的投资产品。提供那么多纷繁复杂的金融产品，目的就是要让投资者挑花眼，产生自己有很多“选择”和“自由”的错觉，以为自己在做“选择题”，事实上不管投资者选择哪种产品，“超市推销员”都赢了。

（4）倾向于推销“时髦”的投资产品。由于“销售型”理财顾问的主要收入来自于佣金，因此他们需要不断地变着花样推销不同的金融产品。比如上季度流行“房地产基金”，本季度流行“黄金基金”，下季度流行“金砖四国”，然后又轮到“互联网私募股权”。

投资者的投资意向越多变，主意越多，越中“销售型”理财顾问的下怀。这些理财顾问就好像糖果店的售货员，无论你想要吃多少巧克力和糖果，他们总能源源不断地提供各种不同颜色、花样和包装的产品。

（5）永远不会对投资者说“够了”这两个字。这一点在一些不负责任的保险经纪人身上体现比较明显，在他们的世界里，客户买的保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险永远不够。如果你坐下来和他们算一笔账，他们十有八九会告诉你，你买的保额太少，对自己和家人的保护不够，需要买更多的这个险或者那个险。很少有人会告诉你，其实你不需要购买那么多保险，买这个就够了。这其中的主要原因，就是佣金刺激导致的过度销售。

1.4.2 “知识型”投资建议的主要特点

“知识型”投资建议的主要特点如下。

（1）以投资者的个人需求为导向，而不以金融产品为导向。好的投资建议，目的是通过教育投资者、改变投资者的消费习惯来提高其理财水平，而不是向投资者推销一款昂贵的金融产品来敷衍了事。中国有句古话，叫作“授人以鱼，不如授之以渔”，说的就是这个道理。

这就好比一个好的医生，在病人生病时会开药，但同时也会告诫病人，更重要的事情是保持饮食健康、作息规律、多加锻炼，这才是提高身体抵抗力、少生病的根本方法。

美国对冲基金 AQR的创始人 Cliff Asness 说过，投资就像减肥。大家都知道，减肥无非就是少吃多动，但是能够坚持这么做的人却不多。这就是为什么投资很简单，却也不容易的原因所在。在投资理财中，有几条重要原则值得我们不厌其烦地反复提醒投资者：控制成本、有效系统和长期坚持。这才是帮助投资者提高理财水平的核心所在。

（2）利益冲突信息披露。如果一个医生收取医药公司的赞助，那么他在给病人开药时就可能违反客观、公正的原则。这就是本章一开始提到的“位置决定脑袋”的道理。好的投资顾问，会尽量减少收取第三方金融机构的佣金，或者在向投资者提供建议前充分披露他/她从第三方收取的佣金安排。

作为投资者，我们应该向理财顾问问清楚，在各个阶段都有哪些收费明细，包括：申购费、年管理费、业绩分成和各种其他费用，以及他们销售的理财产品和自己的雇主是否有任何关联关系。

（3）身体力行。我们在判断别人是否值得信赖时，一个非常重要的方面就是要看对方是否言行一致。好的投资顾问给出的投资建议，必定也是他为自己和家人实践的投资方法。如果连他自己和家人都没有购买该理财产品，那么投资者在购买之前应该三思而后行。

（4）自我提升。好的投资顾问就像一个好医生，首先，要有一定的职业资质；其次，从来不会停止自我提升的步伐。金融业和医药业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一样，总有不断的创新，因此原有的知识体系也总有过时的时候，如果投资顾问无法与时俱进，那么他就无法给投资者提供最好的投资建议。

我们每个人都需要高质量的投资建议。但是在投资理财这个行业中，鱼龙混杂，有不少好的投资顾问，也有很多不负责任或者毫无底线的理财师。一个聪明的投资者应该帮助自己练成“火眼金睛”，通过细致入微的观察将好的和坏的投资建议区分开。这是每个人都需要学习的，保护自己和家人辛辛苦苦积攒的储蓄的重要技能。

1.5 给理财顾问的问题列表

为了帮助读者更有效地筛选好的和坏的投资建议，笔者在这里附上一个专门让理财顾问填写的问题列表。

广大投资者在考虑购买理财顾问推荐的任何理财产品前，可以把这个问题列表发给理财顾问（如表 1-2所示），让他/她填写好后发回给你，然后再决定是否进行投资。

表1-2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序号	问　　题
1	你从这款理财产品中可以获得多少佣金收入？
2	这款产品的佣金和其他产品相比处于什么水平？你们卖的产品最贵的佣金和最便宜的佣金分别为多少？
3	你自己和家人有没有购买这款理财产品？买了多少？
4	可否将你收取的费用、该理财产品基金经理的收费，以及其他所有相关费用的明细都给我列一下？
5	这款产品的风险有哪些？最坏情况是怎么样的？
6	如果我赚了10%，你们赚多少？如果我亏了10%，你们赚/亏多少？
7	你销售的这款产品来自于第三方还是关联方？你在销售该产品时有没有利益冲突？有的话请详述。
8	你的学历和职业资格是什么？考取的相关证书是什么？
9	你如何管理自己和家人的储蓄？
10	你在这家理财公司工作几年了？之前都卖过哪些产品？

让理财顾问回答这些问题，目的是搞清楚他和你的利益是否一致，或者有没有任何利益冲突。

当然，理财顾问也要养家糊口，也需要有经济收入，并不是说凡是理财顾问收取佣金的理财产品都不能买。但是，投资者需要有这个知情权。在理解了背后的利益激励机制以后，投资者才可能作出更为理性，也是对自己和家庭最优的投资决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章 人性本傻

美国著名的经济学家，前政府财政部长和哈佛大学前校长拉里·萨默斯（Larry Su mmers）曾经写过一篇学术论文，其主题讲的是这个市场中有很多不知道自己在干什么的“韭菜”。他们自以为很聪明，在股市中杀进杀出，有时候甚至有种“巴菲特附体”的感觉。但事实上他们只是股市中的“噪声”，在里面瞎买瞎卖“凑热闹”而已。

萨默斯的这篇论文开头第一句就是：看看周围，有好多傻子！（There a re idiots，l ook a round）后来这篇论文没有被发表，可能是他自己也觉得语言过激、得罪人太多了的缘故吧。

但是萨默斯所提出的“股市傻子”理论并非空穴来风。事实上有很多研究显示，我们人类习惯性地受各种行为偏见的影响，导致作出非理性的决策。这些行为学习惯很容易被别有用心的“丛林野兽”利用，诱导我们作出“损己利人”的愚蠢决定。在本章中，笔者就和大家分享几个比较典型的行为学习惯，希望可以帮助大家认识到自身的局限性，在未来的投资决策中尽量避免少犯这些常见的错误。

2.1 幸存者偏差

幸存者偏差指的是在做统计分析时，只专注于那些成功的例子，从而得出以偏概全的错误结论。

大致来讲，成功的例子往往只属于少数。如果只看成功的幸存者，而忽略那些大部分的“倒霉蛋”，那么就会得出很多不符合常理的荒唐结论。

表2-1显示的是2016—2017赛季世界上薪水最高的十大足球运动员。

表2-1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

球　员	球　队	年薪（英镑）
特维斯	上海申花 320	0 万（税前）
罗纳尔多	皇家马德里 190	0 万（税后）
梅西	巴塞罗那 186	0 万（税后）
贝尔	皇家马德里 170	0 万（税前）
浩克	上海上港 153	0 万（税前）
奥斯卡	上海上港 150	0 万（税前）
内马尔	巴塞罗那 150	0 万（税前）
博格巴	曼联 139	0 万（税前）
鲁尼	曼联 135	0 万（税前）
苏亚雷斯	巴塞罗那 125	0 万（税前）

数据来源：Total sportek

我们可以看到，他们每个人都是亿万富翁，光年薪就超过了 1000 万英镑，这还没有包括他们的广告收入。其中上海申花队的特维斯，其税前年薪更是达到了令人炫目的3200万英镑，约合人民币2亿7000万元！

但是如果因为这张榜单就得出“踢球能致富”的结论，那么就大错特错了。根据世界运动员工会Fifpro 公布的调查数据显示，全世界足球运动员的月薪中位数介于 1000美元和 2000美元之间，其中大约有 41%的足球运动员被拖欠薪水。当然，在这么多足球运动员中，如果有幸挤入国家级别的顶级职业联赛（比如英超或者中超），那么他们的收入确实远高于普通人。但是这一小部分“幸运儿”属于典型的幸存者，不能代表整个行业。

关于幸存者偏差，有一个涉及二战中英国轰炸机的有趣例子，下面和大家分享一下。

1940 年左右，在英国和德国进行的空战中，双方都损失了不少轰炸机和飞行员。因此，当时英国军部研究的一大课题就是：在轰炸机的哪个部位装上更厚的装甲，可以提高本方飞机的防御能力，减少损失。由于装甲很厚，会极大地增加飞机的重量，不可能将飞机从头到尾全都用装甲包起来，因此，研究人员需要作出选择，在飞机最易受到攻击的地方加上装甲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当时的英国军方研究了那些从欧洲大陆空战中飞回来的轰炸机。他们发现，飞机上被打到的弹孔主要集中在机身中央、两侧的机翼和尾翼部分。因此，研究人员提议，在弹孔最密集的部分加上装甲，以提高飞机的防御能力。

这一建议被美国军队统计研究部的统计学家 Abraham W ald 否决了。Wald 连续写了 8 篇研究报告，指出这些千疮百孔的轰炸机是从战场上成功飞回来的“幸存者”，因此，它们身上的弹孔，对于飞机来说算不上是致命的。要想救那些轰炸机飞行员的性命，更正确的方法应该是研究那些被打中并坠毁的轰炸机。只有研究那些没有成功返航的“倒霉蛋”，才能有的放矢，找到这些飞机最脆弱的地方并用装甲加强。Wald 的建议后来被英国军方所采纳，挽救了成千上万名飞行员的性命。

在 Nassem T aleb写的 *Fooled by Randomness* 一书中，作者提到了另一个非常有趣的幸存者偏差的例子。

马克毕业于美国常青藤名校哈佛大学和耶鲁大学。在勤勤恳恳工作多年后，他荣升为一家非常大的律师事务所的合伙人，年收入达到了 50万美元。但是在他们全家搬到了纽约曼哈顿西区的一个高档住宅区后，马克的老婆珍妮反而越来越焦虑。原因在于，在他们生活的那个街区，左邻右舍个个都是亿万富翁。他们出行有司机，回家有保姆，甚至还有不少人有私人飞机和游艇。和这样的邻居相比，马克一家子可谓“寒酸至极”。

马克的家庭收入比全美国 99.5%的家庭和 90%的哈佛大学毕业生都要高。但是由于他老婆错误地将自己和那些最成功的“幸存者”比较，因此造成了心理落差，真可谓“自找麻烦”。

在金融投资领域，“幸存者偏差”也是一个非常普遍的问题。作为投资者，我们可能经常看到一些关于基金回报的统计数据。而这些数据如果不经过仔细筛选，就很可能深受“幸存者偏差”的影响。

总体上说，基金行业竞争激烈，优胜劣汰是行业的基本规则。假以时日，那些业绩不佳或者募集资金量不够的基金，难以避免地会面临被清盘关闭的命运。而在基金被关闭或者合并之后，该基金很可能就会被一些基金数据库剔除。这样的过程不断重复，就会导致最后基金数据库只统计那些活下来的“幸存者基金”，人为地夸大了整个基金行业的平均回报。

根据美国先锋集团的统计显示，基于美国 5000 多家公募基金的样本数量，在 1997—2011年这 15年间，大约有 46%的基金被关闭或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者合并，如图 2-1 所示。也就是说，15 年后，大约有一半的公募基金已经不再存在。美国基金行业的竞争激烈程度可见一斑。

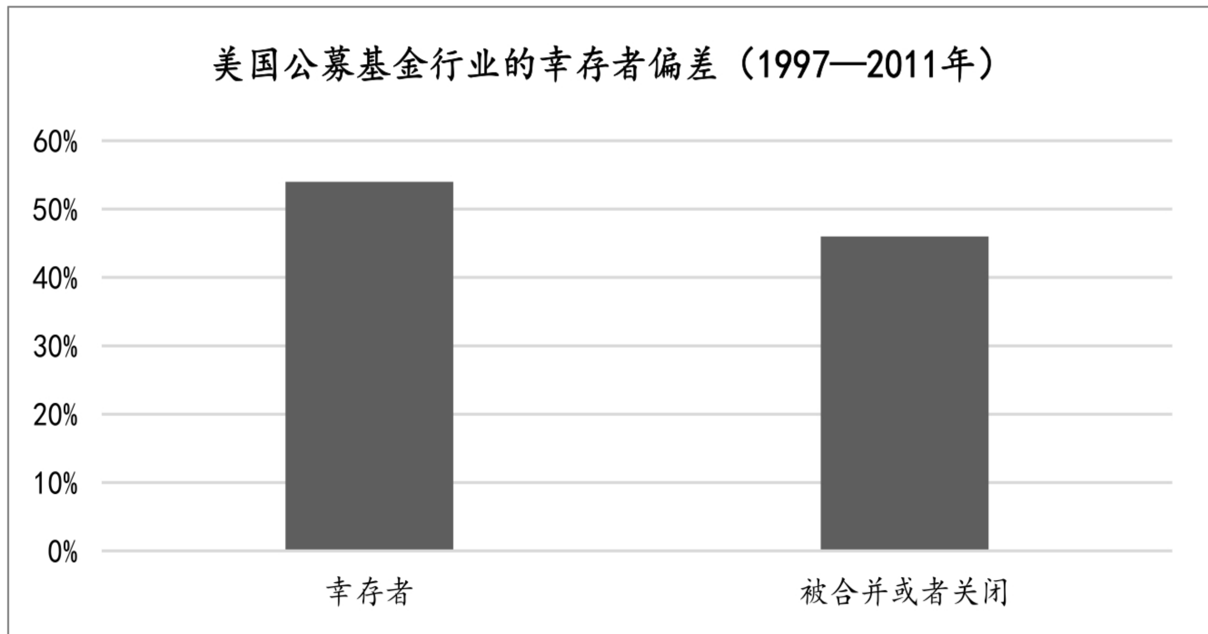
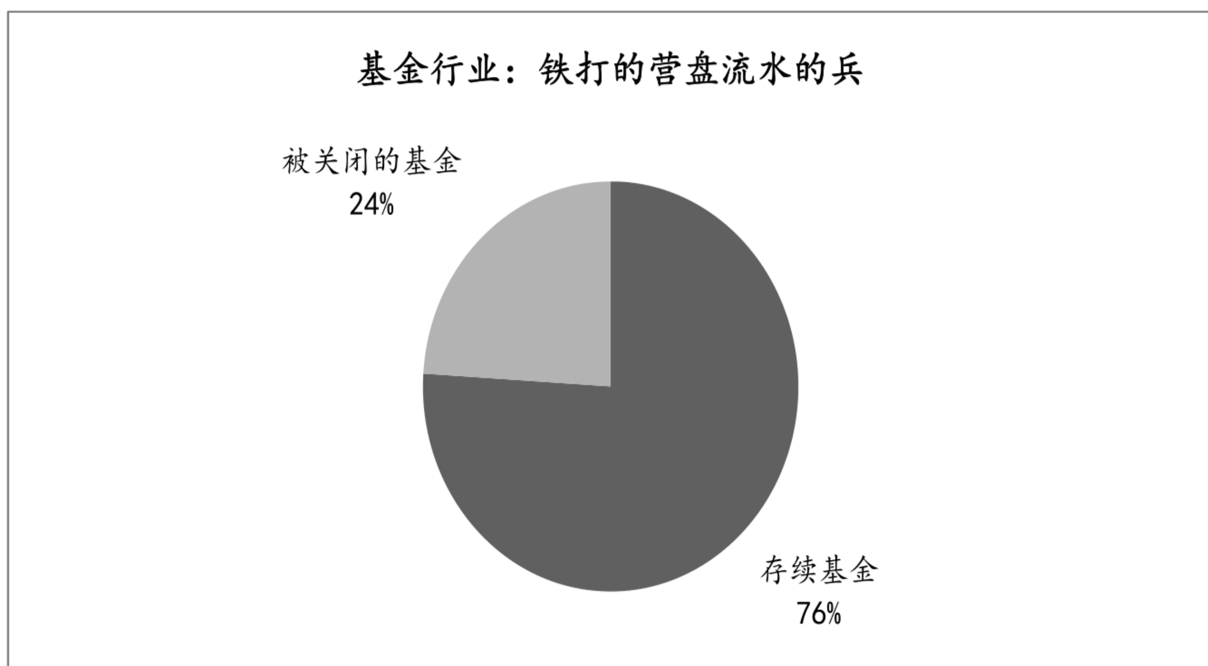


图2-1

数据来源：Vanguard

再以基金咨询机构Lipper’s的数据库为例。在1986—1996年这10年间，在其收集的基金样本中，大约有1/4的基金被关闭或者合并，如图2-2所示。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图2-2

数据来源：Lipper’s Research

如何处理这1/4被关闭的基金，对最后基金的回报统计将产生本质影响。如果将这些基金样本都计算在内，那么 1986 年这些基金的平均回报为13.4%。但是如果事后将这 1/4 的“失败者”剔除，那么计算的 1986 年基金的回报就上升到 14.7%。由于“幸存者偏差”，这些基金的回报仅在 1986 年一年就被人为地夸大了1.3%，给投资者造成“基金回报好”的错误印象。

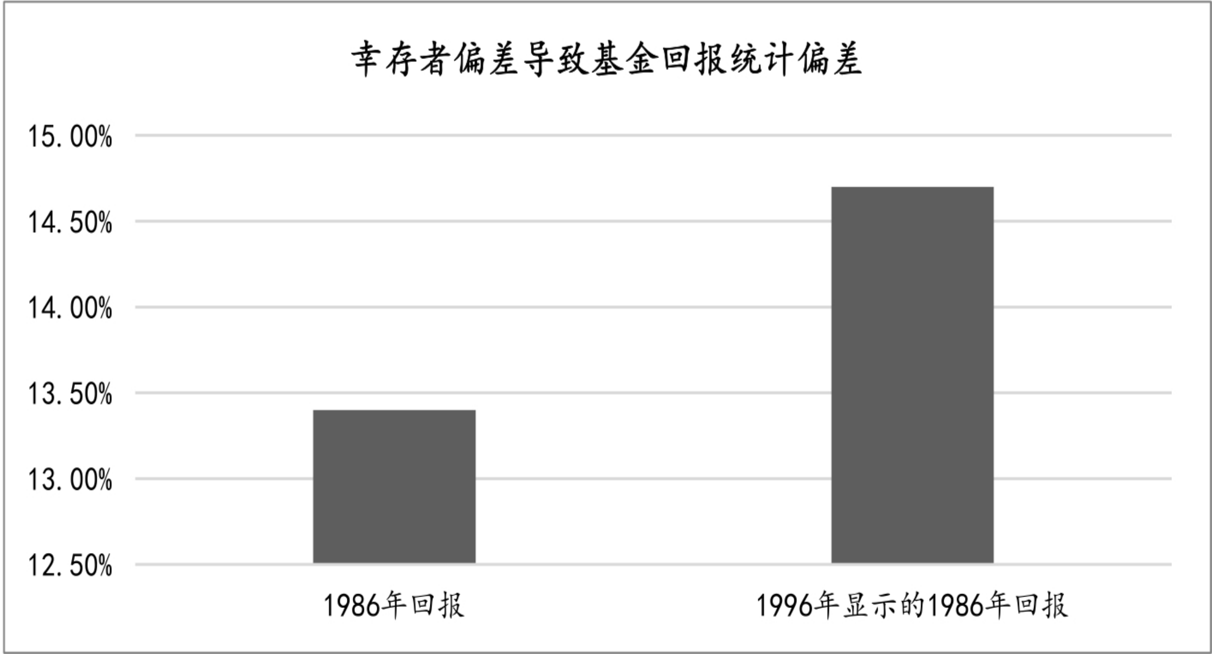


图2-3

数据来源：Lipper’s Research

在私募股权（VC/PE）领域，如果投资者不加以小心，也很容易堕入“幸存者偏差”的陷阱。

那些鼓励投资者购买私募股权基金的宣传材料，总会列举出一些造富神话。比如，假设你在××年前投了阿里巴巴或者京东，你就可能赚到×××倍的回报。

聪明的读者很容易就能看出，这种宣传方式是典型的“幸存者”推销法。对于投资者来说，难的不是事后诸葛亮，而是在事前从千千万万个项目中沙里淘金，找到下一个“阿里巴巴”。

像“幸存者偏差”这样的统计问题，在我们的日常生活和投资活动中非常普遍。一个聪明的投资者，应该明白幸存者偏差产生的原因，以及对统计结果可能造成的扭曲。我们应该以科学严谨的态度看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

待“幸存者偏差”这个问题，尽量不让这样的统计花招迷惑自己的双眼，不让自己成为这些销售技巧忽悠的对象。

2.2 小样本偏见

从小样本中“总结”出错误的规律和结论，是广大投资者最容易犯的错误之一。

有一天我在检查儿子的家庭作业时，看到了这样一道题目，如图2-4所示。



图2-4

这是一道给小学生做的智商题。其要求小朋友们根据题目中的已知模式，推导出下一个图形的颜色和形状（正确答案为空心白色圆）。

像这种找规律的题目，在小学生智商测验和数学考试中非常多见。这样的题目也被称为“模式识别（Pattern Seeking）”题。如果一个孩子可以在规定的时间内做对更多的类似题目，那么他的得分就会比较高，因此也会被认为智商更高。

从任何排列组合中找规律，是人类天生的一种本能。英国著名作家克里斯·希金斯（Chris Hi tchens）说过：人类天生喜欢找规律。对于我们来说，一个坏的理论或者阴谋论，都要比没有理论来得好。

问题在于，我们生活的现实世界纷繁复杂，要远远比上面数学题中的那几个方块和圆圈复杂得多。很多时候，真实的世界根本没有规律，或者其规律远远无法用一两个简单的“模式”去解释。在这种情况下，如果还顺着从小被养成的“找规律”的习惯去认识和解释世界，就可能犯下非常明显的错误。

在 Nassim T aleb的畅销书《黑天鹅》（*The B lack Sw an：T he Im pact of t he Highly Improbable* ）中，作者提到过一个非常有趣的“火鸡的故事”。

一开始火鸡在鸡棚里的时候，每天早上农夫都会带着一碗玉米来喂它。久而久之，火鸡对此形成了习惯，每天早上听到农夫走近鸡棚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的声音，它就知道开饭的时间到了。因此渐渐的，火鸡总结出一个规律：只要农夫走近，就是自己吃大餐的时候，这时也是它一天中最快乐的时候。

到了感恩节那天，农夫像往常一样走近鸡棚，火鸡像往常一样欢呼雀跃。但是火鸡没有想到的是，农夫手里拿的不是玉米，而是一把斧子。因为感恩节到了，农夫要过来杀鸡了。可怜的火鸡，死到临头可能也没有明白，为什么自己总结出的“农夫来，有米吃”这样的规律不灵了。

上面提到的错误的共同点在于：强行从本没有规律的事件中寻找规律，或者基于非常小的样本去总结规律。在现实生活中，受“小样本偏见”影响而作出非理性行为的例子举不胜举。

如果你去过澳门或者新加坡的赌场，则可能会发现这样一种有趣的现象：赌场里有不少老太太，几乎每人都拿着一张纸和一支笔，在轮盘（Roulette）边上不停地记。她们记的是每次轮盘转下来的结果：红色或者黑色。如果遇到连续多次是一种颜色（比如连续五次都是红色），那么老太太就会果断出手，在下一把押上重注赌另一种颜色（比如黑色）。

学过一些基础统计学的朋友都知道，每一次轮盘开转都是独立事件。也就是说，前面一次小球停留的位置（红色或者黑色），和下一次小球停留的位置没有任何关联。无论小球停在红色还是黑色的位置，都属于随机事件。

那么，为什么这些老太太如此热衷于用“记账法”来帮助自己下注呢？她们的思路大约是这样的：大致来讲，赌场里的轮盘上红色和黑色方格大约五五对半开，因此从概率上讲，小球掉入红色格子和黑色格子里的概率大约各为 50%。按照这个逻辑算的话，如果在一个时间段内，小球连续多次停留在同一种颜色的格子里（比如黑色），那么根据“概率回归”的原则，接下来小球更有可能停留在另一种颜色的格子里（比如红色）。

在心理学上，这种错误叫作赌徒谬误，其错误的根源在于“小数法则”。从理论上说，如果轮盘连续转上一亿次（大数），那么在黑色和红色格子里的分布确实是非常接近 50/50 的。但是，如果只是几十次或者几百次（小数），那么在如此小的样本量里，什么样的分布（比如连续 20 次黑色，或者连续20次红色）都可能发生。

很多读者看到这里，可能会觉得那些在赌场里用笔记红黑的老太太们愚不可及。但是事实上，在我们的日常生活中，受到赌徒谬误影

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

响的例子比比皆是。在很多情况下，我们的智慧程度并不比这些老太太高出多少。在这里和大家分享一个非常有趣的“猜硬币”实验[1]。

在这个实验中，参赛者被告知，他们每次扔的硬币是一枚被做过手脚的特殊硬币。这枚特殊的硬币出现正面的概率是60%，出现反面的概率是40%。

每位参赛者有半小时的时间参加这个猜硬币大赛。每次猜对的话，他们会有 25美元的奖励。但是如果猜错的话，其奖金会被扣除。因此，这可是一场有真金白银的“赌博”游戏。

按照道理来说，要想在半小时内赢取最多的奖金，参与者只需要坚持一个非常简单的策略，即每次都猜正面。因为一开始就已经说过了，硬币出现正面的概率为 60%。一个老老实实的“笨蛋”，只要每次都坚持猜正面，就能保证获得最大的“投资回报”。

但十分有趣的是，研究人员发现，每当硬币连续出现几个正面以后，有很多参赛者在下一轮会选择猜反面。每个参赛者都知道，硬币出现正面的概率远高于反面（高出 20%）。但是他们还是会不由自主地去选择押反面，而这也导致了这些参赛者最后的“投资回报”不尽如人意。

即使在信息完全的前提下，很多“聪明人”还是会选择违背统计概率的投资决定，这正是行为学偏见的可怕之处——明知山有虎，偏向虎山行。在下意识和统计计算之间，人类往往倾向于选择通过“下意识”作出决策，而这也是我们经常犯“愚蠢错误”的主要原因之一。

接下来，再和大家分享一个非常有趣的实验。这个实验来自于1974 年《科学》杂志上的一篇影响力深远的学术论文[2]。

如图 2-5所示，假设有两个盒子，盒子 A和盒子 B。现在已知：在盒子A里，大约有2/3的红球和1/3的蓝球；而盒子B恰恰相反，里面有2/3的蓝球和1/3的红球。也就是说，盒子A里的红球更多，盒子B里的蓝球更多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

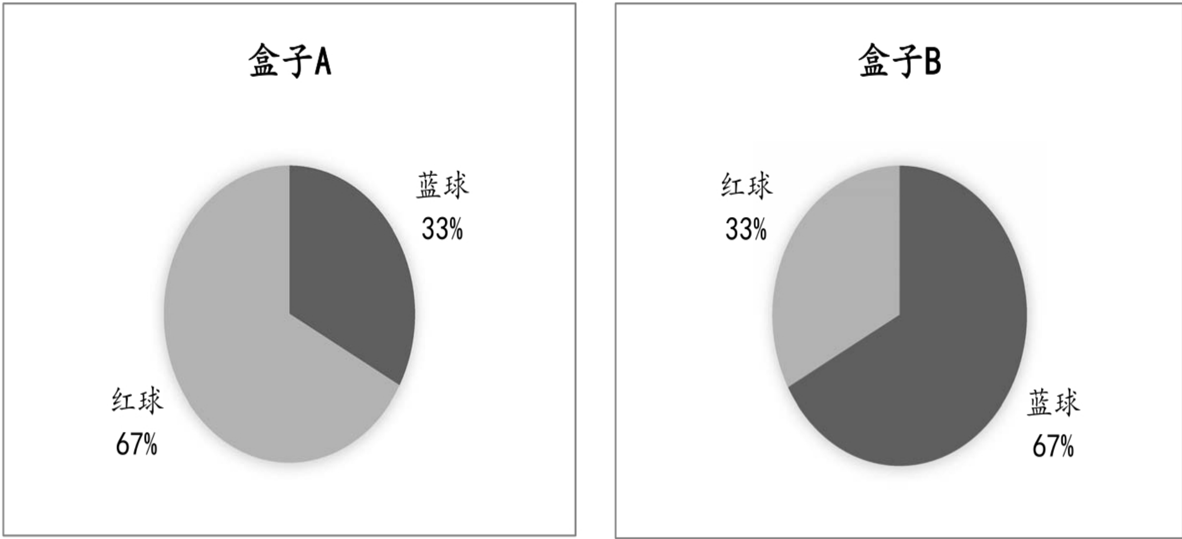


图2-5

现在我们分别从两个盒子中随机抽取小球，并根据所抽到的小球来判断该盒子是盒子A还是盒子B。

从第一个盒子中我们取了 5 个小球，其中有 4 个是红球，因此抽到红球的概率为 80%；从第二个盒子中我们随机取了 30个小球，其中有 20个小球的颜色是红的，因此抽到红球的概率为67%，如表2-2所示。

表2-2

	取出的球	红球概率
盒子 1	4 红、1 蓝 80%	
盒子 2	20 红、10 蓝 67%	

现在让我们来猜一下：哪个盒子是盒子A？

如果像大多数人那样，那么你会猜第一个盒子是盒子 A。原因很简单：从第一个盒子中抽到的红球更多（80%），而盒子 A 中的红球占大多数，因此，第一个盒子是盒子A，而第二个盒子是盒子B。

但正确的答案是：盒子 2 中有更多红球的可能性更大，因此盒子 2 更有可能是盒子A。

这就涉及统计学里的一个基本概念：样本量（Sample S ize）。由于我们从盒子 2 中抽取的样本量（30 个球）更大，其统计结果的显著性（Significance）更强，因此也更有代表性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参与市场的投资者，如果不多加注意，也很容易堕入“小样本偏见”的陷阱。

举个例子来说，21 世纪的头十年（2000—2009 年），世界上发展中国家的股票市场表现非常好，其每年的平均回报大约为 10%。相对而言，发达国家的股票市场回报很差，每年还不到1%，如图2-6所示。

在那十年里，新闻媒体中关于“金砖四国”强势崛起，将对发达国家集团发起强有力的挑战的报道铺天盖地，令广大发展中国家的国民和投资者兴奋不已。

但如果就根据这些新闻和大众情绪来规划自己的投资决策，2009年把资金都投到发展中国家，那么在接下来的几年中，投资者的回报就会受到非常严重的打击。

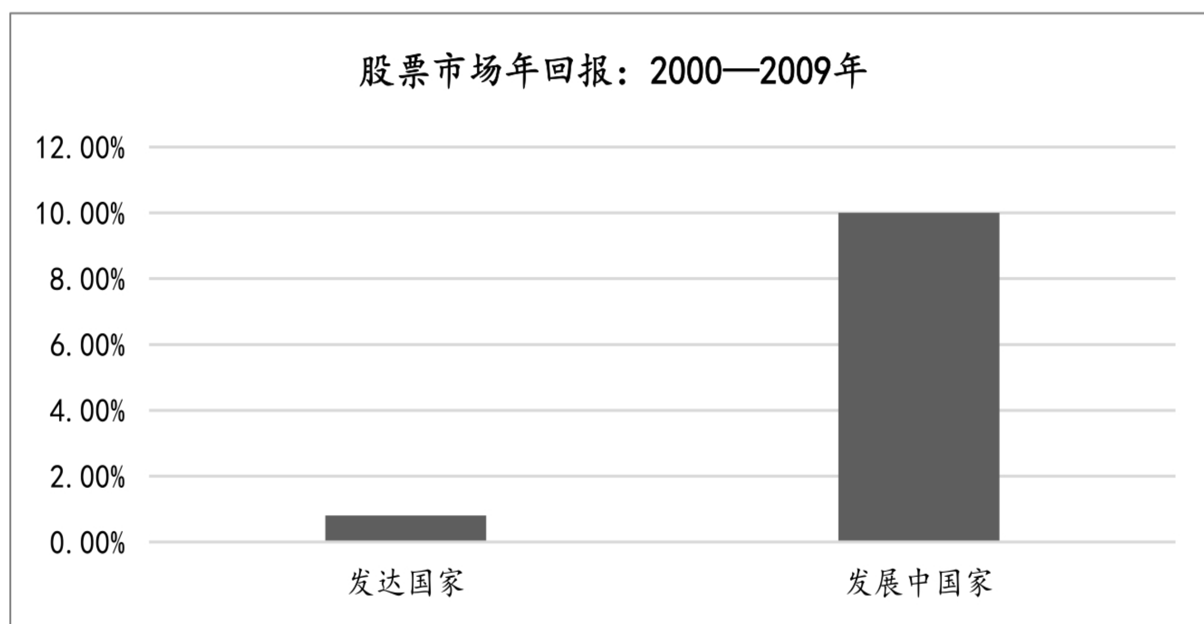


图2-6

数据来源：彭博社

图2-7对比了从2010年1月1日到2016年12月31日中美两国的股市回报（以美元计）。中国和美国是发展中国家和发达国家集团的代表，其经济总量在两大集团中都占有最高的比重。我们可以看到，标准普尔从 2010年年初以来上涨了100%多，而上证综指的回报仅为1%左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

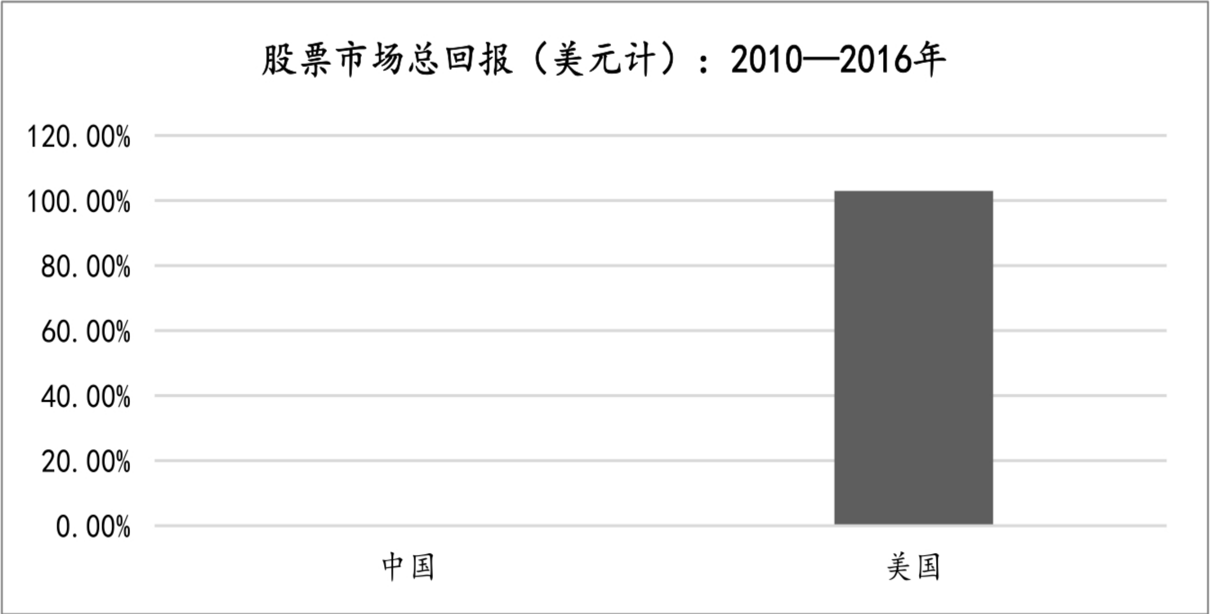


图2-7

数据来源：彭博社

笔者所举的盒子和不同国家股市回报这两个例子有什么相关的地方呢？我们可以从这个角度来思考这个问题，如表2-3所示。

表2-3

盒子 1	过去十年世界股票回报历史（2000—2009 年）
盒子 2	过去一百年世界股票回报历史（1900—2010 年）

在上文提到的第一个盒子中取出了 5 个小球，样本量偏小。这就好像我们回顾了 2000—2009年这十年的股票市场回报，并得出发展中国家股票市场回报更好的错误结论。

而如果拉长时间维度，检查更多的历史样本（比如过去一百年，见图2-8），我们就会发现，发达国家的股市回报要比发展中国家的股市回报更好，平均每年有 1%左右的超额回报。有着更多历史数据和样本的分析，就好像上文中提到的盒子2（取了30个小球），因此从统计角度来看，其结果的显著性更强。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

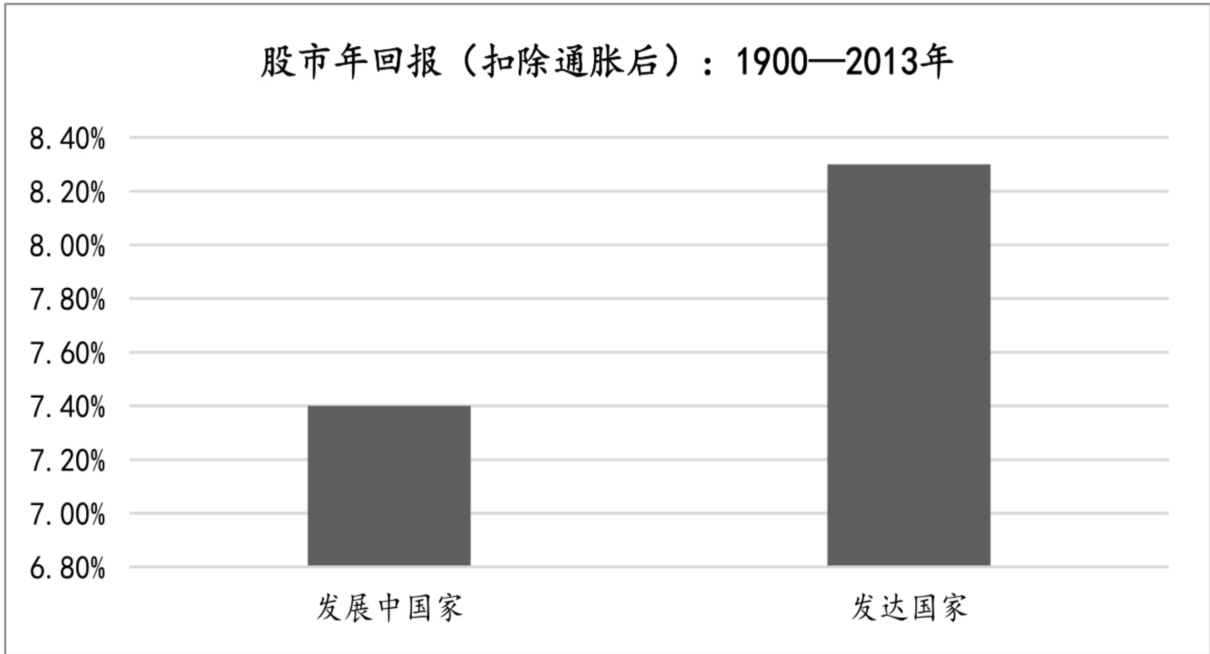


图2-8

数据来源：Elroy Demson，Paul Marsh and Mike Staunton，Triumph of optimists，2012

说了那么多，其实笔者想和大家分享的是，由于人类天生的认知缺陷，加上在学校里从小开始的“智商”训练，导致我们习惯于从一些小样本中总结普遍规律。而由于这种认知偏见总结出的规律和结论，自然也不见得可靠。

一个聪明的投资者，应该认识到自己可能带有这种偏见和弱点，并时刻提醒自己不要堕入类似的思维陷阱。

2.3 心理账户

在做各种有关自己和家庭的财务决定时，很多人都习惯借助于“罐头式”思维方式。比如会把自己的钱分为几份，放在不同的罐头里：一份用来储蓄购房，一份用来日常开销，一份用来度假旅游，等等。

借助这种方式作出自己的投资和理财决策的好处是：每一份钱都有明确的功能和用途。对于一个自制力不强的个人来说，这种标签有助于为自己的消费需求树立一个“硬性边界”。假设给自己规定，每个月在淘宝上买衣服最多只能花 1000 元，那么在这个月的额度被用完以后，“剁手党”可以用这个借口强行命令自己不能再买了，要买也至少要等到下个月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，“罐头式”思维方式也可能导致我们作出一些不理性的决策。在行为心理学上，这种不理性偏见叫作心理账户（Mental Accounting）。心理账户是什么意思呢？在这里让我用一个简单、有趣的例子来帮助读者们更好地理解这个概念，如表2-4所示。

表2-4

A 情况	买好的门票掉了
B 情况	钱包掉了

假设你是歌星王菲的歌迷，在苦等多年之后终于迎来了她的演唱会。你早早排队，花了5000元人民币买了一张内场门票。现在假设发生了A情况：在演唱会开演的前一天，你发现买好的门票找不到了。你是否会再花 5000元钱买一张同样的门票？

现在我们来考虑 B 情况：在你路过体育场的时候，偶然发现过两天这里要开王菲演唱会，目前正在出售门票。门票价格有高有低，你比较中意的位置和价位大约为 5000 元人民币。当你想掏钱买票时，发现自己的钱包不见了，里面大约有 5000 元现金。在这种情况下，你是否会使用其他支付方式（比如手机，或者银联卡，或者向朋友借钱）去购买一张演唱会门票？

很多经济学和心理学学者都在他们的实验[3]中问过受访对象上面这个问题，得到的回答大同小异。绝大部分人在 A 情况下不会再花钱购买门票，而在B情况下则还是会选择花钱购买门票。

原因在于：大部分人不愿意花两倍的钱去购买同一张门票。在他们看来，自己已经花钱买了门票，如果这张门票掉了，那么只能自认倒霉，理应受到“惩罚”。如果再花钱去购买一张同样的门票，这显然有些太过铺张浪费了。

但是在B情况下，门票需要花5000元钱，和钱包被盗是完全不相干的两件事情。事实上，如果钱包被盗，我们可能更需要去看一场演唱会来慰藉自己受伤的心灵。

这就是一个典型的“心理账户”的例子。虽然都是 5000 元钱，但人们会把不同的消费行为分门别类放到不同的“账户”中：演唱会支出属于“享乐消费”，钱包被盗属于“紧急事故”，两者都有各自的功能和边界，互不干涉。

在现实生活中，我们可以看到很多“心理账户”的例子。

2008 年金融危机时，美国的汽油价格大幅度下降（见图 2-9），在短短几个月内下跌幅度超过了50%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按照正常的经济学原理，美国的消费者从汽油价格下跌中得到了好处，应该会减少在汽油方面的开支，同时增加在家庭其他方面的开支（比如食品、衣服、度假等）。对于任何一个家庭来说，在汽油方面支出的 1美元，和在食物或者家具方面支出的 1 美元没有任何区别。一个理性的家庭会对家庭开支进行统筹安排。



图2-9

数据来源：彭博社

但是研究[4]显示，在这段时间里美国家庭在汽油方面的开支占家庭总开支的比例非但没有下降，反而有所上升。原因在于，当汽油价格下跌后，大多数美国家庭都选择购买更好的汽油。比如本来一名司机习惯买 92号汽油，在汽油价格下跌后他选择加 95 号汽油；本来习惯加 95 号汽油的，现在升级加98号汽油。

这种现象一度让经济学家感到困惑，但是用“心理账户”就不难解释这种行为。对于这些司机来说，他们脑中有一个被分割开的“加油账户”，比如每月 500 美元。因此，当汽油价格下跌时，他们忽然觉得相同的 500 美元可以买到更好的汽油，因此作出这种选择似乎也就可以理解了。

在这里再和大家分享一个关于“心理账户”的笑话。

一对新婚夫妇去拉斯维加斯度蜜月。在老婆上床睡觉后，老公决定去赌场试一下自己的手气。他怀揣着 100 美元，告诉自己如果把这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些钱都输了，就坚决“止损”，回酒店睡觉。

如图2-10所示，老公从凌晨12点开始坐上赌桌。出乎他的意料，那天手气似乎特别顺。到了凌晨 2点，他已经赢了 1000美元。老公对自己说：今天看来运气不错。乘胜追击，赢到 2000美元我的机票钱就回来了，到时候我就收手。

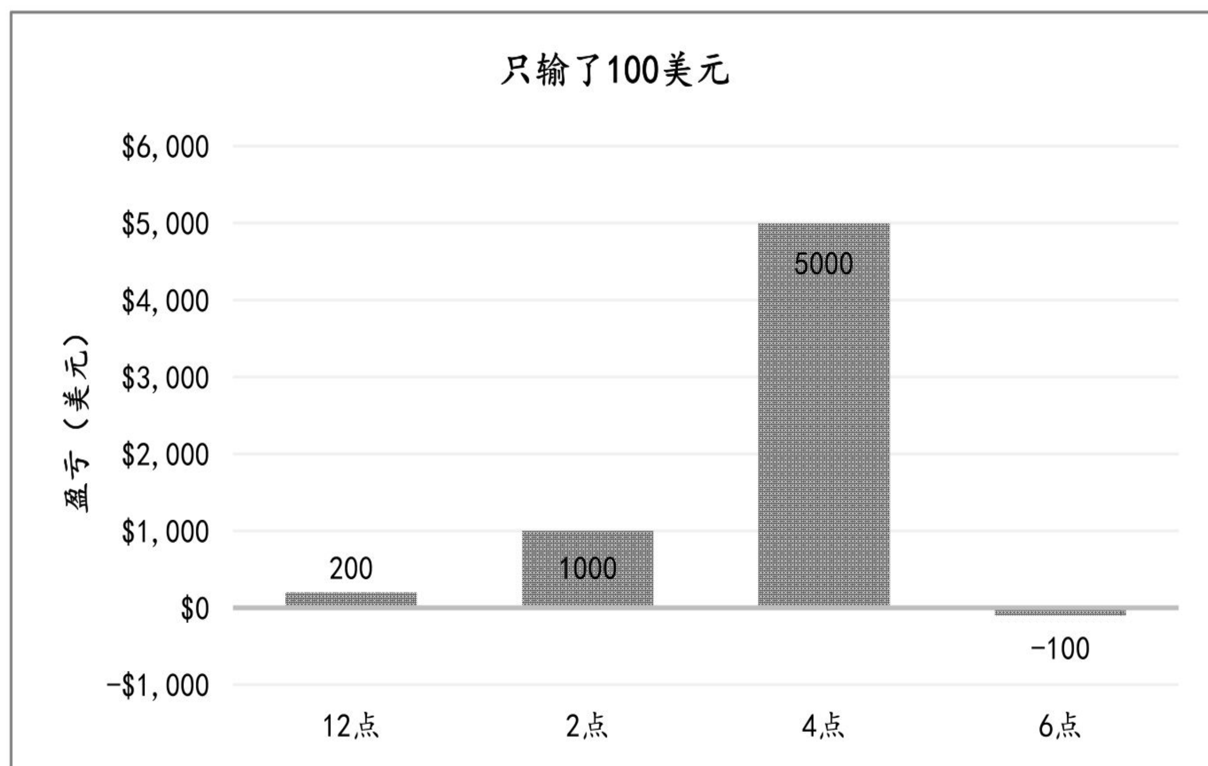


图2-10

到了早上 4 点时，老公的好运还在持续。这时候他已经赢了5000 美元。虽然大半夜没睡，但是他精神十足，毫无睡意。以前他也经常光顾赌场，但似乎从来没有像今天这么顺。运气要来的时候，挡也挡不住。老公暗暗下定决心：只要赢到 1 万美元，我和老婆的酒店钱也就都赚回来了。到那时候我就回酒店房间休息。

但是很不幸，接下来老公的运气急转直下，他的筹码不断被庄家吃掉。到了早上 6 点时，之前赢的钱全部还给了赌场，还搭上了自己的本钱。这时候老公终于撑不住了，病恹恹地回到了酒店。刚刚睡醒的老婆问他：亲爱的，昨天一晚上你在赌场里战绩如何？没有输很多钱吧？

老公有气无力地回答道：没什么，我只是输了100美元而已。

在金融投资领域，“心理账户”极大地影响着个人投资者的行为习惯。有研究[5]显示，很多家庭在负担高利率的按揭（比如 4%～

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5%）时，同时有大量现金存在银行中仅获得比较低的利息收入（比如2%～3%）。如果用这些闲散的现金还掉部分按揭，那么每年可以省下不少利息费用。但是很多家庭没有选择这么做，原因之一就是在他们的脑中，储蓄是储蓄，按揭是按揭，两个账户之间有一道看不见的墙把它们隔了开来。

在另一个研究[6]中，作者发现，当股民有现金需求，需要卖出某只股票时，他们总是会选择卖赚钱的股票，而避免出售亏钱的股票。这种行为导致他们过早卖出赚钱的股票，在亏钱的股票上捂得过久，以至于拖累了其投资回报。股民在选择卖出哪只股票时，在心理上将它们归入不同的“罐头”中，而不是将这些投资组合放在一起进行分析，从而导致了上面提到的行为。

有很多投资者在选择投资时，倾向于那些分红率比较高的股票。在这些投资者看来，如果可以从某一项投资中每月（或者每季度）收到固定的现金流，那么他们就能够心安理得地把这些钱用掉。因为投资的本金还在，就像一头奶牛，能够不断地生产出牛奶。

这种思维方式的问题在于，忽略了投资者成为公司股东的初始意义。从公司股东的角度来讲，要想分享公司成长带来的好处，可以通过更高的公司股价，或者更多的现金分红来实现。如果股东有现金需求，他们可以选择卖公司股票，或者选择收取分红。事实上，由于绝大部分国家都对分红进行征税，选择收取分红的股东反而收入更少（因为一般来说，花红税比资本所得税更高）。

很多深谙“心理账户”偏见的公司，会利用这一行为习惯来推动他们的销售业绩。举例来说，很多保险公司的销售人员会告诉他们的客户，应该分拨出家庭收入的 X%专门用来买保险。这种“消费公式”导致家庭收入越高，买的保险越多，而完全忽视了该家庭的实际需求（比如家庭成员的年龄、健康状况、工作性质等）。

一个聪明的投资者，需要学习“心理账户”对我们行为造成的影响。在作出重要的投资或者消费决策前，认识到自己可能会犯下类似的错误，防止被狡猾的销售机构利用和忽悠，尽量提高自己作出理性和冷静决策的能力。

2.4 无处不在的锚

在经历了一个充满雾霾和寒风的严冬之后，你终于可以放下繁忙的工作，去马尔代夫度上一个惬意的小假了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你躺在沙滩上的躺椅上，享受着柔柔的清风和暖暖的日光浴。这时候你突然觉得有些口渴，想要买杯冰镇饮料让自己清凉一下。

但是从沙滩跑去最近的杂货店有点远。你感觉自己很慵懒，不愿意为了一杯饮料特地跑老远自己去买。这时有一位附近玩耍的小孩走过来，告诉你沙滩附近有两个地方可以买到饮料：一个是杂货店，一个是五星级酒店。小孩不知道饮料的价格，他让你给他一些钱，如果饮料的价格低于你给他的钱，那他就帮你买；否则就只能白跑一趟。你会给小孩多少钱？

这是三位美国学者在心理学期刊《心理科学》上发表的一篇学术论文[7]中提到的一个实验。这个实验让人得到很多非常有趣的结论，让我在这里和大家分享一下。

我们可以看到，受访对象愿意支付的饮料价格，在很大程度上取决于该饮料是从哪里购买的。如果饮料来自于杂货店，那么他们愿意支付的平均费用为5.5美元左右；而如果该饮料来自于五星级酒店，那么他们愿意支付的平均价格为7美元左右，如表2-5所示。

表2-5

购买饮料的场所	愿意支付的价格
杂货店 $5.	46
五星级酒店 $7	

这里说的是完全相同的饮料，但是如果该饮料来自于一个五星级酒店，那么人们愿意为此多付28%的溢价。

乍一看，大家愿意为“五星级酒店”的品牌买单似乎不难理解。五星级酒店的经营成本显然要高于杂货店，因此其售卖的饮料价格更高也天经地义。花 7 美元在丽兹·卡尔顿买杯饮料喝似乎并不为过，但是在一个路边的杂货店也花那么多钱，很多人肯定接受不了。

然而，从经济学角度来看，人们在沙滩上作出的决策似乎缺乏理智。因为最后，不管是来自于杂货店，还是来自于五星级酒店，我们说的都是完全相同的饮料，它对于度假者产生的解渴效用是一样的。事实上，五星级酒店说不定就是从杂货店买的饮料，然后倒在酒店中的杯子里，摇身一变就成了高价消费品。

那么，为什么人们会犯下如此“明显”的错误呢？这其中的原因就在于“锚（Anchoring）”。锚的意思是，我们在为某物品或者服务进行估价时，会下意识地将其放入某一个参照系里，然后通过比较得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出自认为“正确”的估值。在上面这个例子中，一杯饮料如果被“锚”到路边杂货店的参照系里，那么它最多只能值杂货店饮料的价格。但是相同的一杯饮料，如果被“锚”到五星级酒店的参照系里，那么其价格就会水涨船高，在市场上达到一个“溢价”。

在现实生活中，人们受到“锚”的影响的例子比比皆是。

在美国著名经济学家Dan Ariely 所著的*Predictable irrational* 一书中，作者提到过这样一个有趣的例子。

《经济学人》是一本著名的经济学杂志。一开始出售这本杂志时，给读者两种选择：要么花 56美元，可以订阅一年的网络版，只能在手机和电脑上阅读；要么花125美元，可以同时享受到网络版和印刷版，如表2-6所示。

表2-6

《经济学人》杂志订阅价格/年	
网络版 56	美元
网络版+印刷版 125	美元

从《经济学人》杂志的角度来讲，当然希望更多的用户选择第二种订阅方式（即 125 美元的网络版+印刷版），因为这样可以获得更多的销售额。但问题是，很多读者惜钱如命，心疼 125 美元的网络版+印刷版要比56美元的网络版贵上 1倍，为了省点钱就选择了第一种订阅方式（56美元的网络版）。

后来有一个营销天才给了《经济学人》杂志一个非常有创造性的建议：在给读者的订阅选项中，加上第三个选项：花 125 美元只能收到印刷版，如表 2-7 所示。该杂志没有做其他任何事情，只是多加了一条订阅选项，结果有很多读者选择花125美元同时订阅网络版和印刷版。

表2-7

《经济学人》杂志订阅价格/年	
网络版 56	美元
印刷版 125	美元
网络版+印刷版 125	美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于这些读者来说，他们感觉如果花 125 美元购买网络版和印刷版，那么网络版（价值56美元）就好像是免费赠送的礼物。花125美元“赚”56美元，这个买卖好像还不赖。在《经济学人》杂志的这个订阅广告中，设计者巧妙地将人们做价格比较的“锚”定在 125 美元的印刷版上面。用其他价格和这个“锚”比的话，很多人会觉得自己讨到了便宜，因此很乐意作出让杂志乐见的购买决策。

在等到别人作出某个决策时，故意加一个质量“低劣”的选项，这样在潜意识之中降低了对方的期望值和衡量标准（即对方脑中的那个“锚”），从侧面诱导对方选择自己期望的选项。这种“旁敲侧击”的策略其实很多见。

比如一些年轻人在相亲时会带上一个“翼人（Wingman）”，这个翼人最好是相貌丑陋、举止粗鲁、口齿不清，这样在无形之中映衬出主角的“高人一等”，便可以增加主角相亲成功的几率。这个翼人的功能，就相当于上面《经济学人》杂志价目表中的“125 美元购买印刷版”那个选项的作用，纯粹为了“绿叶衬红花”而存在。

有时候如果忽略这个隐形的“锚”对我们的影响，那么就可能会犯一些事后看来有些可笑的错误。

举个例子来说，如表 2-8所示，东城菜场的五花肉一斤 10元，西城菜场的五花肉一斤 5元，从东城菜场骑车去西城菜场大约要 20分钟。假设今天要买 5斤肉。为了省下这 25元钱，大部分人都会宁愿骑上车多花 20分钟，特地去西城菜场买更便宜的肉。

表2-8

东城菜场肉价 10	元/斤
西城菜场肉价	5 元/斤

现在假设要给家里安装空调，如表 2-9所示，东城大卖场卖 11 000元，西城大卖场卖 10 900 元，两个卖场间骑车需要 20分钟。研究显示[8]，很多人不会为了省这100元钱而特地从东城大卖场赶到西城大卖场。

表2-9

东城大卖场空调价格 11	000 元
西城大卖场空调价格 10	900 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么在上面第一个例子中，很多人愿意为了 25元钱多走那么多路，但是在第二个例子中，即使差 100 元钱也不为所动呢？因为在很多人的脑子里，肉是肉，空调是空调。肉应该有肉的价格，10元/斤和5元/斤差了一半，价格差别相当悬殊。但是 11 000 元和 10 9 00 元的空调只是相差 1%左右而已，几乎可以“忽略不计”。

也就是说，在处理大面额交易的时候，我们被下意识地拉入一个既定的参照系里，把那些百分比比较小的差别当作“零头”来对待，完全不当回事。这种现象在买卖房子的时候特别明显。在“北上广”地区一套 1000万元的房子，其价格上上下下 10万元根本不是个事，弹指一挥间。但是购买这些房子的消费者，很多人一年的薪水也不过几十万元而已，因此 10万元对于他们来说应该是很大的一笔数。可是在买房时，一些菜场上的计较劲儿完全烟消云散了。

在购买理财产品时，类似的错误也很常见。比如在购买一些私募理财产品时，那些理财机构往往会收取1%～3%的申购费，以及0.5%～1%的年管理费。不要小看这1%，假设购买100万元的理财产品，那么理财机构收取的一次性佣金就是 1 万元。如果想要省出这 1 万元，我们得买多少斤肉、多少台空调？

假设我们购买的理财产品每年年回报为 7%左右，那么大约 10 年后，本金会翻一番。但是如果被中介机构每年收走 1%的中介费，那么基于相同的产品，我们就需要多等上两年，一直到 12年以后才能让本金翻一番。投资费用对长期投资回报的影响可见一斑。

从上面的种种例子中可以看出，在我们生活的周围环境里，“锚”简直无处不在。对于很多人来说，要想对某一个产品或者服务作出正确的定价，是非常困难的。因此，绝大多数人采取的“捷径”就是寻找一个相对可靠的参照系，然后在参照系内通过有限的比较作出判断。这样的方法虽然省时、省力，但也可能会被一些商家利用，悄悄改变我们脑中的那个“锚”，以引导我们作出不够理性的消费和投资决策。一个聪明的投资者，需要意识到这种行为学偏见，努力避免自己陷入非理性的陷阱之中。

2.5 赢家的诅咒

2016 年 3 月，乐视控股创始人贾跃亭对外公布，乐视体育完成B 轮融资。在该轮融资中，乐视体育共融得资金80亿元，估值达到215亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在乐视体育 B 轮融资前后，公司四处出击，拿下了多达 310 项赛事版权，全年转播的赛事高达10 000多场。在这里举几个比较高调的例子。

2015年，乐视体育以2亿美元获得香港地区英超2016—2018三个赛季的独家转播权。同年10月，乐视体育以1.1亿美元获得2017—2020年亚足联旗下所有赛事在中国大陆地区的全媒体版权。

2016年2月，乐视体育以27亿元人民币获得中超联赛2016和2017两个赛季的独家新媒体转播版权。同年9月，乐视体育宣布获得NBA未来5个赛季（2016—2021 赛季）在中国港澳地区的版权。据一些媒体报道，该合约总价超过1亿美元。

如图 2-11 所示，光这四大赛事的转播权，乐视体育就需要在接下来的3～5年中支付总共约55亿元人民币的转播费。而围绕这些赛事需要支付的巨额转播费，乐视体育就像一个救火队员，几乎是马不停蹄地应付那些接连发生的各种状况。

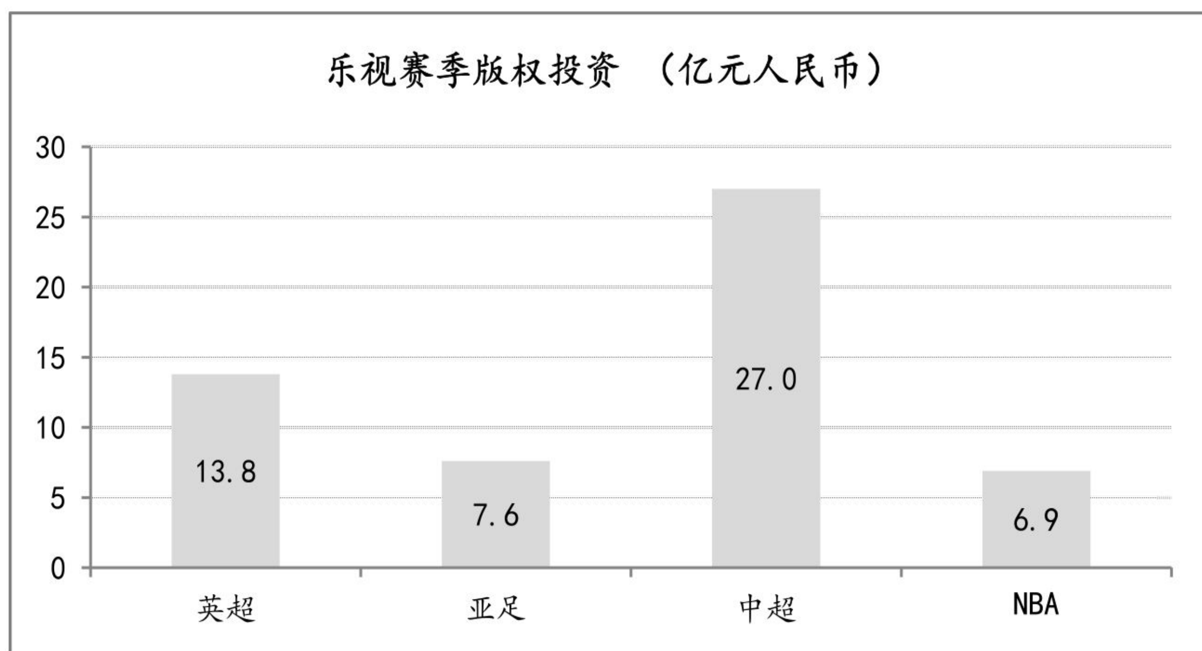


图2-11

数据来源：新浪新闻、搜狐新闻

2016年12月，新英体育发文宣称：由于某L姓（即乐视体育）公司欠了英超的中国版权商上千万美元，版权商计划在 12月 26日暂停向L公司提供英超直播信号。后来经过双方的紧急磋商，乐视体育通过三次后续交费挽救了英超直播版权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2017 年 2 月，亚足联与乐视体育的四年媒体版权合同因乐视欠费被叫停。2月28日，亚足联媒体部官方声明与乐视体育关于亚冠和12强赛的版权合作终止，并与体奥动力展开合作。

从一年前的意气风发，占尽风头，到现在的“危机四伏”，乐视体育到底怎么了？这就涉及经济学中一个非常有趣的概念，叫作“赢家的诅咒”（Winner’s Curse）。

赢家的诅咒，在拍卖型交易中比较常见。拍卖的赢家通常都是最后那些出价最高的买方，他们购买的标的可能是一件艺术品、一块油田的开发权，或者是一项体育赛事的转播权。赢家的诅咒，说的是最后那些赢家，虽然赢得了拍卖，但是却付出了比竞拍品价值高得多的价格（见图 2-12），从此被套上这个“诅咒”，麻烦不断。

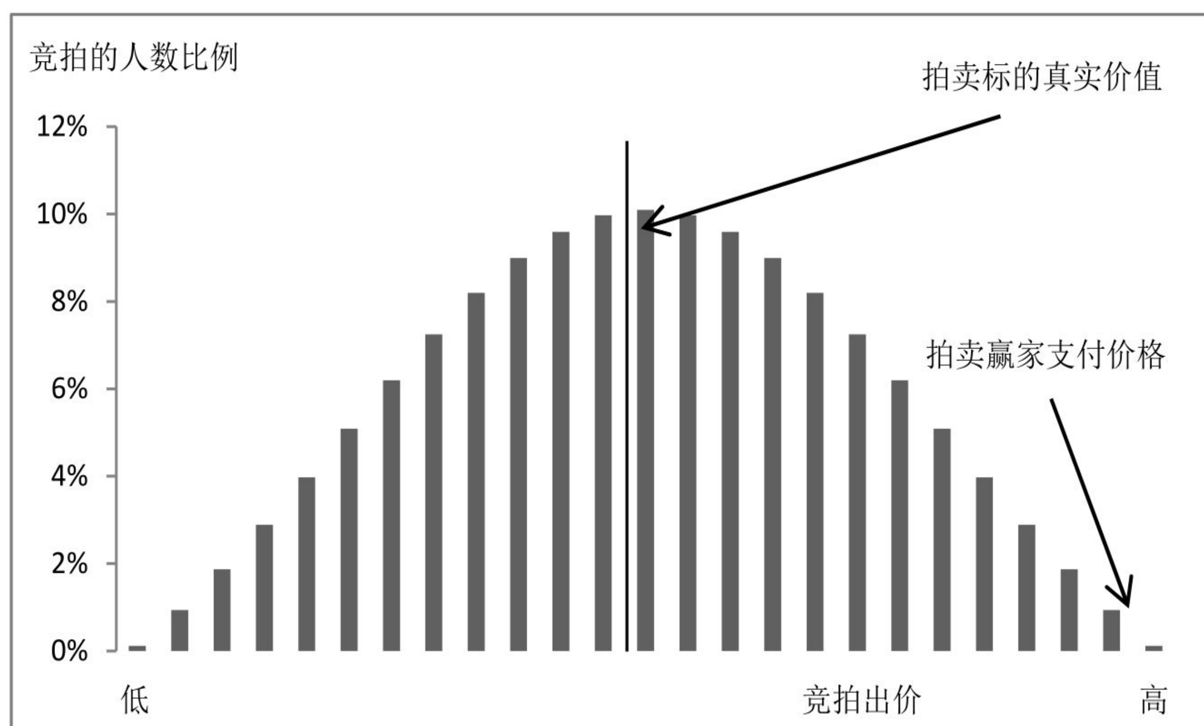


图2-12

举例来说，2013年，美国的体育电台 ESPN在竞拍中以 152亿美元的价格拍下了美国职业橄榄球联赛 2013—2021 年每周一晚（Monday’s Night）比赛的独家转播权。将该价格平摊到八年，ESPN 每年需要支付的转播费为19亿美元。

除“标王”ESPN之外，美国另外几家电视台获得了橄榄球联赛其他场次比赛（周日和周四）的转播权，他们支付的价格每年大约为 10亿美元（见图2-13）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

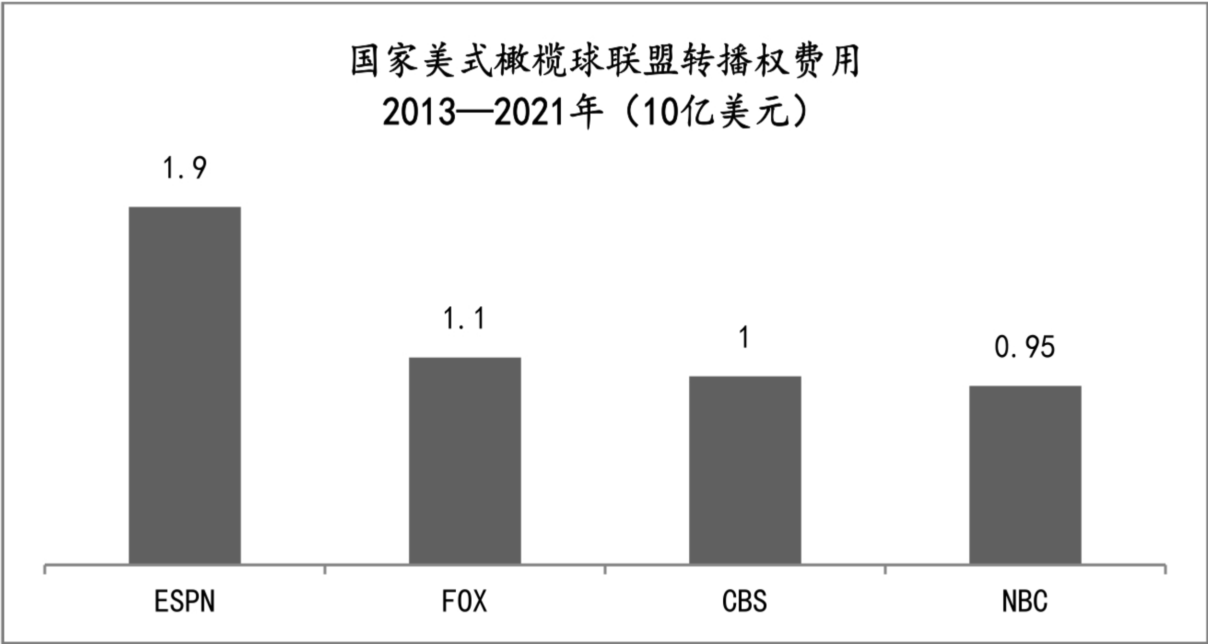


图2-13

数据来源：彭博社

问题在于，ESPN 转播的那些球赛的收视观众每年大约为 2 亿 3 千万（2013年数据），比其他时间橄榄球赛的收视观众数量要少得多（比如FOX的周日球赛一年的收视量大约为5亿7千万）。

这样算下来，ESPN为每一位观众付出的转播成本为8美元左右，是它的竞争对手付出的每一位观众的成本的4倍左右（见图2-14）。

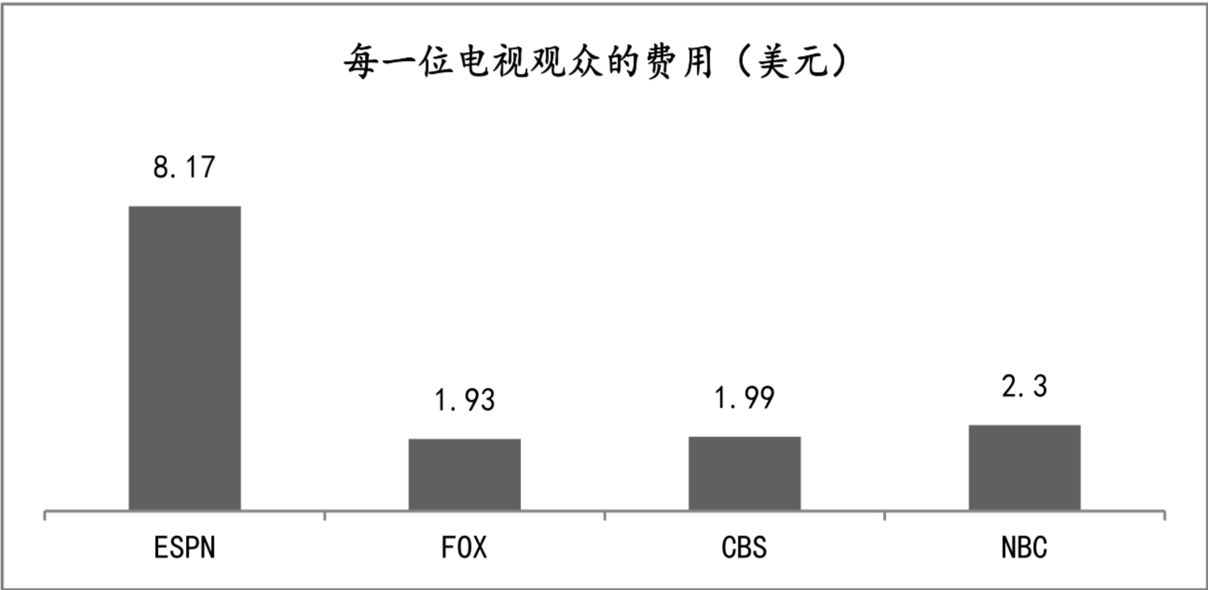


图2-14

数据来源：彭博社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国有乐视体育，美国有ESPN，真是一对同时受到“赢家的诅咒”困扰的难兄难弟。有很多研究表明，像上面这两个例子中的“赢家的诅咒”，远非个别特例。

2017年诺贝尔经济学奖得主，美国教授Richard Thal er写过一篇专门研究“赢家的诅咒”的学术论文[9]。在文中他提到一个有趣的例子。假设你带一罐硬币去上课，然后向上课的学生进行拍卖，最后哪个学生出的价格最高，这罐硬币就归他/她了。Thaler 指出，在很多情况下你会发现：①最后赢得硬币的学生（即出价最高的学生），所出的价格总是会高于硬币的总价值的。②所有学生的平均出价会低于硬币的总价值。

也就是说，大多数人还是相对“理性和保守”的。但是最后总有那么一两个“疯狂”的出头鸟，他们会给出一个“离谱”的价格，赢下这场拍卖，但也付出了比竞拍品价值更高的价格。

在 Presh T alwalkar写的《理解赢家的诅咒》[10]一文中，作者通过一个简单的数学例子证明了在竞拍中“赢家的诅咒”出现的必然性。

假设有一块油田，该国政府的管理机构在市场上公开拍卖其开发权。由于该油田的储油量是个未知数，因此该油田的价值存在很大的不确定性。我们假设该油田的市场价值可能介于 1 千万美元和 3 千万美元之间。每一档价值的概率如表2-10所示。

表2-10

油田价值（美元）	概率
1千万 25%	
2千万 50%	
3千万 25%	

为了获知该油田的储油量到底有多少，并以此来判断油田的价值，参加竞拍的公司可以先打口井对油田做一些初步的估计。勘探测量设备只能返回两种测试结果：低或者高。如果油田的储油量很低（价值为 1千万美元），那么不管测试多少次，其结果都会为“低”，如果油田的储油量很高（价值为3千万美元），那么测试返回的结果都为“高”；但如果储油量介于中间（价值为 2千万美元），那么测试返回的结果可能为“高”，也可能为“低”，两者的概率各为50%（见表2-11）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表2-11

油田价值（美元）	勘探结果
1千万	低、低
2千万	低、高/高、低
3千万	高、高

石油公司面临的普遍问题是，每次钻井进行勘探测试的成本都很高，因此他们只有钻一次井进行测试的机会。也就是说，通过打一口井，石油公司得到一个测试数据，然后根据这个结果来决定其出价。

现在我们来分析在不同的测试结果下油田可能价值。如果打井测试返回的结果为“低”，那么根据一开始提到的油田价值概率，该油田价值为 1 千万美元和 2千万美元的概率均为 50%，其期望价值为 1千 5百万美元；如果测试返回的结果为“高”，那么该油田的期望价值为 2千 5百万美元（见表2-12）。

表2-12

油田储油量	概　率	油田可能价值（美元）	数学期望值（美元）
低	50% 1	千万	1千5百万
	50% 2	千万	
高	50% 2	千万	2千5百万
	50% 3	千万	

也就是说，如果一家石油公司经过勘探后得到“低”的结果，那么它应该会出价 1 千 5 百万美元去竞拍这块油田；而如果一家石油公司经过勘探后得到“高”的结果，那么它会出价2千5百万美元去竞拍该油田。

现在我们来分析竞拍的可能性。在第一种情况下，油田的价值为1 千万美元，那么不同的公司得到的勘探结果应该都为“低”。在这种情况下，大家的出价都会在 1 千 5 百万美元左右。最后无论哪家公司赢，他们都会多付出5百万美元的开采费。

在第二种情况下，假设该油田的价值为 2 千万美元，那么有些公司会得到“低”的测试结果，因此他们会出价 1 千 5 百万美元。而另外一些公司则会得到“高”的测试结果，他们就会出价 2 千 5 百

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万美元。在这种情况下，出价高的赢家还是多付了5百万美元的开采费。

对于石油公司来说，唯一可能比较理想的状态是油田有很高的储油量（25%的机会），确实价值为 3 千万美元。在这种情况下，几家公司得到的测试结果都为“高”，那么每家公司的出价都会在 2千 5百万美元左右。到最后赢得开采权的公司，需要支付至少2千5百万美元，或者更高的开采费。

把这三种情况综合起来，我们就可以得到最后赢家的盈利期望：25%×（-5）+50%×（-5）+25%×（+5）=-2.5。也就是说，不管油田的价值为多少，最后赢下该油田开采权的“赢家”，平均亏损250万美元，成为一个真正的“输家”。

2004 年 8 月，美国著名的搜索引擎公司谷歌（Google）在纳斯达克上市。上市后该公司股票价格会按照“荷式拍卖”（Dutch Auction）规则进行定价。在谷歌公司向美国证监会（SEC）递交的上市注册文件中，专门有一段关于“赢家的诅咒”的声明：本公司股票上市经历的公开拍卖过程，可能会导致一种名叫“赢家的诅咒”的现象。而中了“诅咒”的投资者，则可能会受到投资损失。

但是很多散户对谷歌股票的热情不减。谷歌上市第一天，其开盘价格（$100）就比 IPO 价格（$85）高出了 17%。显然，很多投资者没有仔细阅读谷歌的上市文件，或者即使看了也熟视无睹，不顾“诅咒”而要去争当那个“赢家”。

赢家的诅咒是一种非常常见的经济现象，在拍卖型交易中最为常见。在充满竞争的环境中，突出重围赢下“标王”对很多人有不可抵挡的诱惑力。因为一旦赢下标的，至少在短时间内该赢家可以占据报纸头条，成为各大媒体争相报道和采访的对象。

但是很多证据显示，花下大血本赢得“标王”的那些“大佬”，很可能也在日后为自己设下了“诅咒”，从此被沉重的竞拍成本压得喘不过气来。历史上有不少登顶又坠落的“标王”，这些转瞬即逝的“赢家”，到最后都成了笑柄。我们分析这种现象时，不要被表面的光鲜所迷惑，而是需要保持冷静，用证据主义的方法来客观分析其得失。毕竟，经商也好，投资也好，都是马拉松，能够笑到最后的，才是真正的赢家。

2.6 过度自信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老子云：知人者智，自知者明。胜人者有力，自胜者强。这段话的意思是：能够了解他人的人是有智慧的，能够了解自己的人是高明的。能够战胜他人的人是有力量的，能够战胜自我的人是真正的强者。

但是在现实生活中，能够做到有“自知之明”的聪明人恰恰属于少数。这其中有一个主要的原因，就是我们大多数人都受到“过度自信”偏见的影响。

什么是“过度自信”呢？简而言之，就是当事人对自己能力水平的估计，超过其不带有偏见的真实能力。那段超过的部分，就叫作过度自信，如图2-15所示。

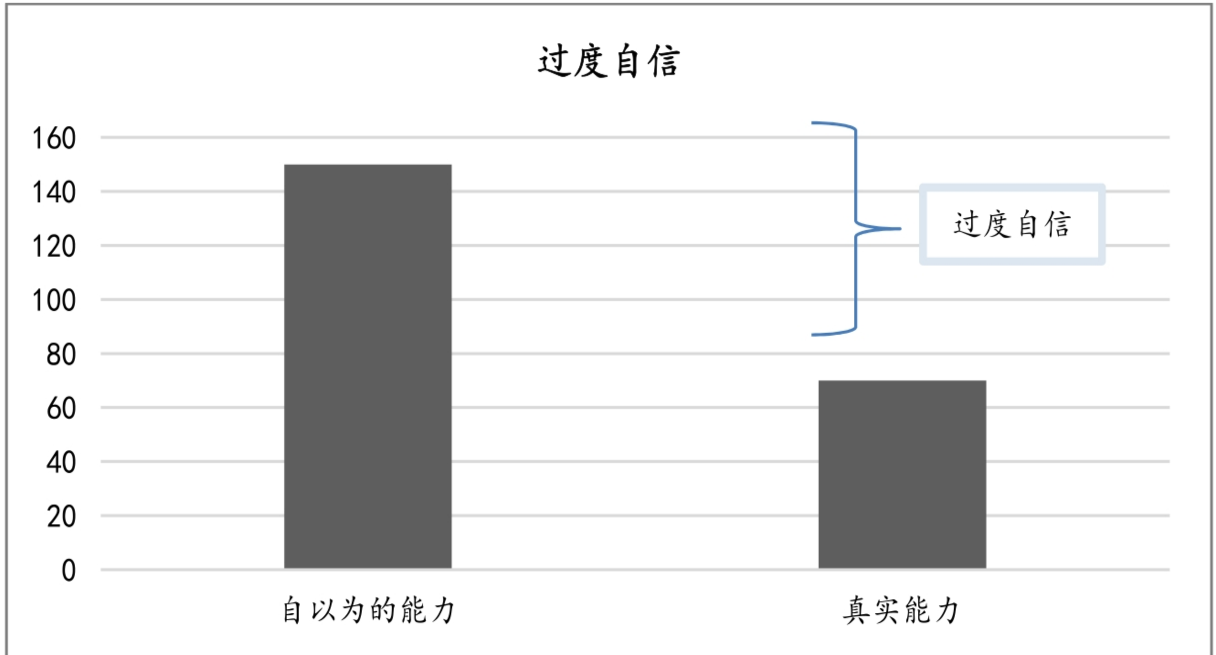


图2-15

举例来说，很多开车的司机朋友一上路就开始犯“马路狂暴症”，看到那些开得比自己快的车就忍不住骂对方：你当自己是 F1赛车手啊？你以为自己开的是法拉利啊？看到那些开得比较慢的，又忍不住嘲笑对方：驾驶考试通过了没？没有通过再去学校练两年嘛。敢情在公路上自己的开车水平最高，其他人都是笨蛋。这就是典型的过度自信。

美国康奈尔大学的两位教授[11]通过研究一群受访对象的心理行为发现，成绩越差的学生，对自己的能力估计越离谱，和现实的差距越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如图 2-16 所示，成绩最差的 25%的那组学生（图中最左边），估计自己的考试成绩会为 60～70分，而事实上他们的真实得分只有10分左右。“无知者无畏”，大概说的就是这种情况。

在私募股权（VC/PE）领域，我们经常会看到一些充满激情的创业者，在电视机镜头前信誓旦旦，扬言要颠覆某个行业，成为下一个谷歌或者阿里巴巴。但事实上，真正能够达到这些成就的简直少之又少。

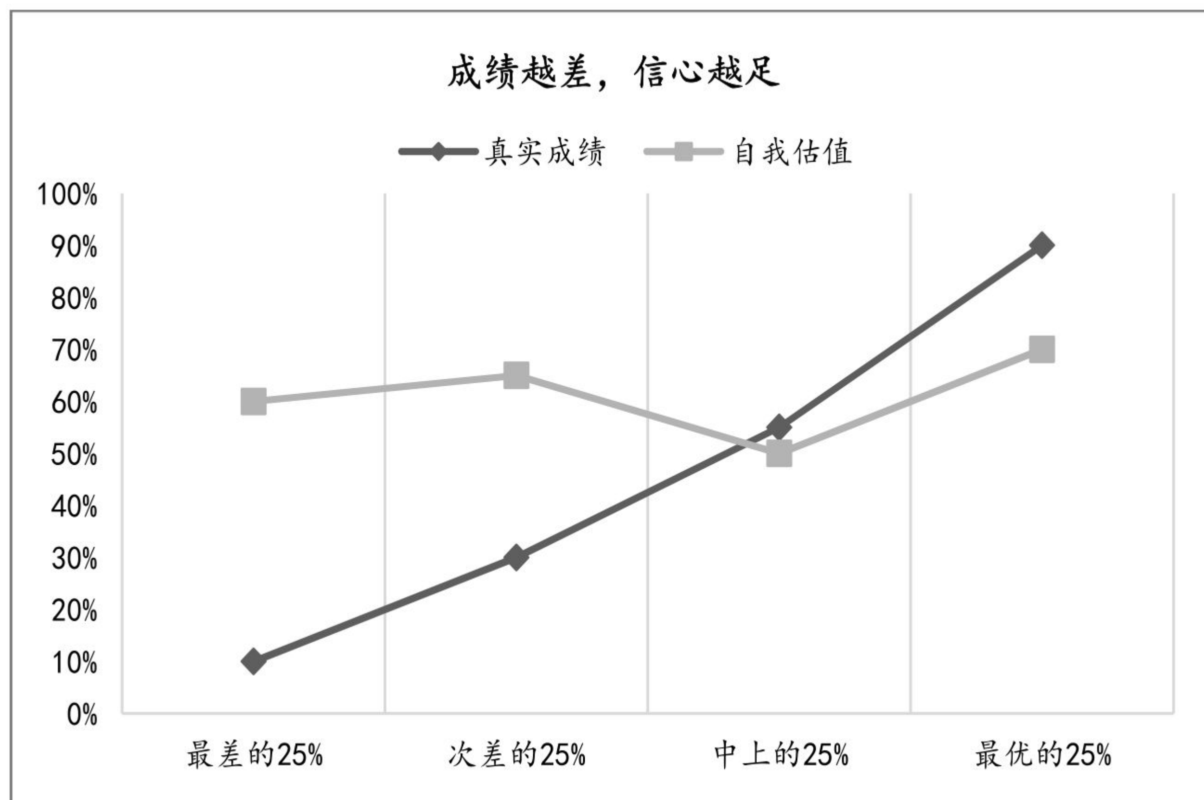


图2-16

数据来源：Justin Kruger and Da vid Dunning，Unskilled and Unaware of it：How Dif ficulties in Recognizing One’ s Own I ncompetence Lead to Inflated Self-Assessments，Journal of Personality and Social Psychology，1999，V77，No.6，1121-1134

根据华尔街日报报道，在 2014年/2015年成功融到 5000万美元以上的美国新兴企业大约一共有 294家。截至 2017年 3月，这些公司中大约有 3/4没有拉到下一轮融资，因此面临“断粮”的危机（见图 2-17）。这可能是这些对未来充满乐观的创业者所没有预料到的。

这种对成功的概率过分自信的行为学偏见，不光见于创业者中，在投资者中也十分多见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比如美国的两位教授在统计了某家券商中几万户散户投资记录[12]后得出结论，广大股民散户的买卖频率越高，其投资回报就越差。这些股民受到“过度自信”的行为学偏见影响，以为自己是“巴菲特第二”，在股市中杀进杀出，感觉良好。到最后其投资回报还不如一个傻瓜型投资者，老老实实购买并长期持有一支低成本的指数基金。

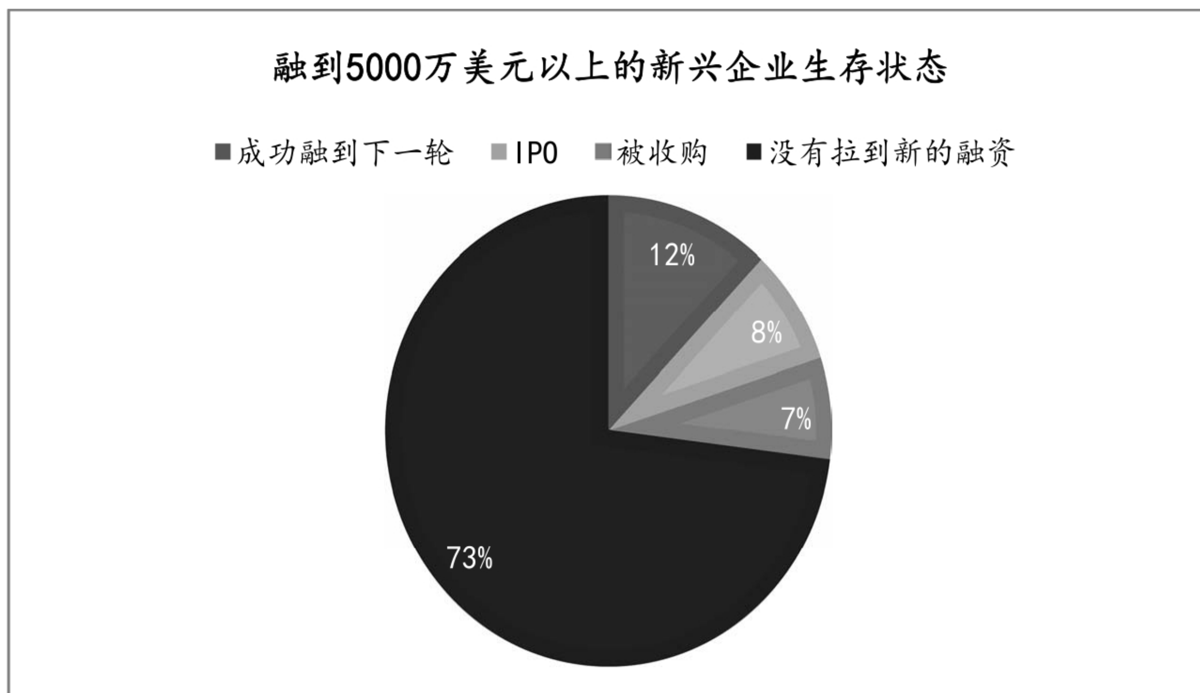


图2-17

数据来源：Dow Jones Venture Source，WSJ

上面例子说的是二级市场上的投资者，在一级市场上受“过度自信”影响的投资者也不在少数。

在这些投资者把自己多年辛辛苦苦攒下来的积蓄交给私募股权（PE/VC）基金经理时，心里想的是：我一定会投中下一个阿里巴巴或者京东商城这样的“独角兽”，这样我的投资就可以在 X 年后翻 Y 倍。但是很可惜的是，他们忽略了私募股权投资中一个最重要的概念：基本比率（Base Rate）。绝大部分的私募股权投资，都会被投进上文中提到的 75%的公司，到最后亏得一分不剩。即使有幸投到剩下的25%的公司，也不能保证该公司能够最后完成“长征”，上市 IPO，让投资者顺利退出并得到自己期望的投资回报。

投资者的“过度自信”偏见，和基金经理相比简直是小巫见大巫。

根据华尔街日报报道[13]，美国对冲基金 Convexity Ca pital 的经理 Jack Meyer 对采访他的记者说：我曾经觉得 80%的基金经理无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法战胜市场。现在我觉得 95%的基金经理无法战胜市场，而我就属于那罕见的 5%。Meyer管理的Convexity Capital在过去5年业绩连续不佳，均低于市场基准，累计起来他的投资者亏损了10亿美元左右。

为了对这个问题有更深一步的了解，新加坡五福资本和新加坡国立大学（NUS）进行合作，在新加坡金融行业随机抽样采访了大约 150名金融专业人士。这些从业人员工作的单位包括：投资银行、对冲基金、大学基金会和券商。在这里和大家分享一些有趣的调查结果。

首先我们让受调查对象对自己的投资水平进行评估。大约有 86%的受访对象认为自己的投资水平高于平均，仅有 7%的受访对象承认自己的投资水平不如平均水平（见图2-18）。

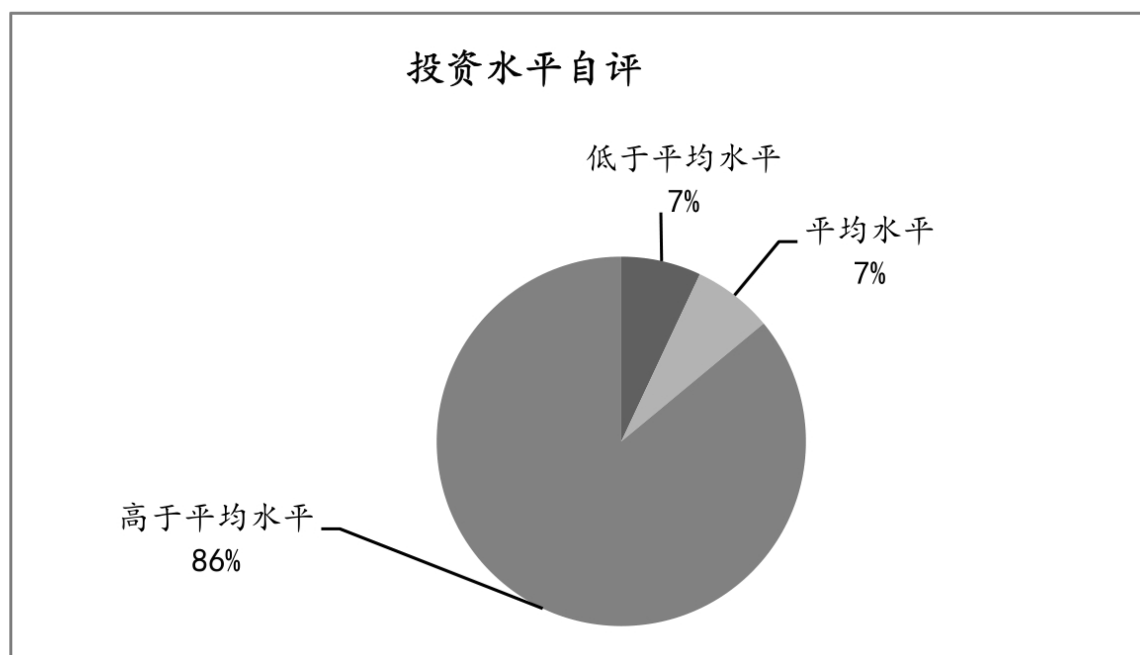


图2-18

数据来源：NUS，Woodsford Capital

然后我们问对方，您觉得在扣除费用后，基金经理能否战胜市场？大约有70%的受访者认为市场可以被战胜，30%的受访者认为市场无法被战胜（见图2-19）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

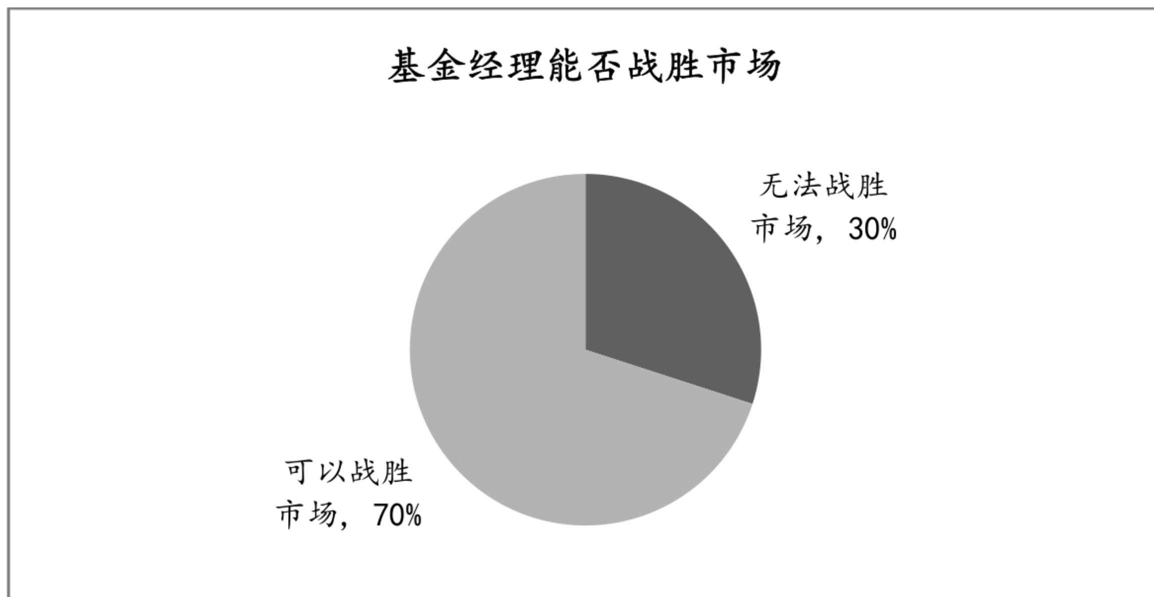


图2-19

数据来源：NUS，Woodsford Capital

在这里，我们有了第一个非常有趣的发现：接近 90%的受访者认为自己的投资水平高于平均（即市场）。但是他们中有 30%意识到，即使自认为自己的投资水平很高，市场也没有那么容易就能够被战胜。

接下来我们问对方：如果您的亲人和好友向您进行投资咨询，您会给他/她怎样的建议？这里我们有了第二个非常有趣的发现：平均来讲，这些金融从业人员认为他们的亲人应该把 70%的资产放在被动型指数基金中，而仅将自己资产的30%放入主动投资中（如图2-20所示）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

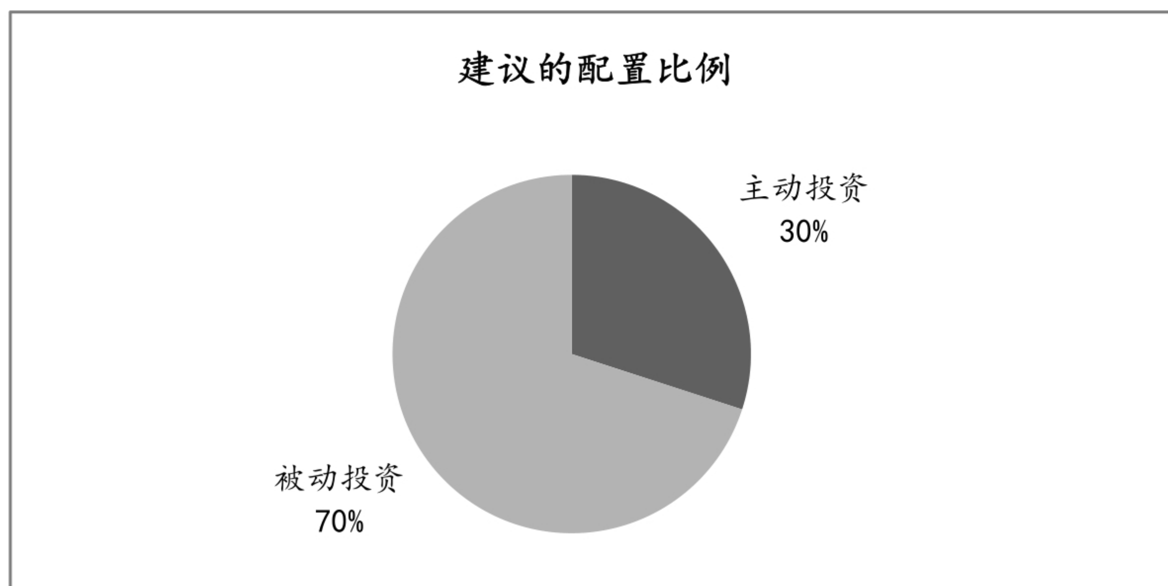


图2-20

数据来源：NUS，Woodsford Capital

如果对自己的投资能力非常自信，坚信市场可以轻易被打败，为什么不建议亲人把钱交给自己，或者那些主动型基金经理，而是让亲人把 70%的资产投入被动型指数基金中？这是一个非常有趣的问题。在询问对方这个问题时，我们得到的回答五花八门。比如：

- 基金经理们的收费太贵了，不如购买低成本指数基金。
- 市场变得越来越有效，因此要战胜市场越来越难。
- 对于非专业人士来讲，还是应该放弃择股、择基和择时，不要幻想自己能够战胜市场。
- 不要低估市场的聪明程度。很多时候你以为自己有信息优势，其实该信息早就被市场消化了。

要知道这些受访对象都是新加坡金融行业中的从业人员，有些甚至是大银行和券商的高管或者对冲基金的首席投资官，他们的金融投资知识和经验比大多数门外汉都要多得多。从该访谈研究中我们可以发现：

（1）绝大部分人还是逃不过“过度自信”的行为学习惯的。在问到他们自己的投资水平时，很少有人愿意承认自己只是平均水平或者低于平均水平的。

（2）绝大部分人不自觉地将自己的脑袋分为两部分。如果是别人的钱，想要找投资途径，他们会启动自己的左脑袋：我很厉害，我一定能够战胜市场，你把钱交给我管理就对了。如果涉及自己的或者亲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人的钱，他们会启动自己的右脑袋：市场很难战胜，不要去听外面那些销售人员的忽悠，至少把70%的储蓄投资到被动型指数基金中。这种现象叫作心理账户（Mental Accounting），是一种比较普遍的行为学习惯。

靠“战胜市场”吃饭的金融专才们，把自己的和亲人的钱放在被动型指数基金里，是不是让人觉得有些不可思议？其实恰恰相反，因为这些从业人员对金融市场的理解比一般人都要深刻得多。市场上的大起大落，他们看得比别人多。因此，他们自然也理解要想在扣除费用后再去战胜市场，其难度有多大。过度自信，是我们最容易犯的行为学错误之一。这个错误普遍存在于各种人之中，在那些声名显赫的基金经理中更加明显。聪明人在推销自己的产品和服务时，很自然地会受到过度自信偏见的影响。但是在涉及自己和亲人的储蓄时，他们毫不含糊，可以瞬间从“左脑”无缝转换到“右脑”，提醒自己和亲人作出更为理性的投资决策。一个聪明的投资者，需要理解这种行为学偏见对我们造成的行为影响，不要轻易被金融销售人员的夸夸其谈所迷惑，用谨慎的态度为自己和家人作出最为理性和负责的投资决策。

2.7 学会管住自己

在本章上面的几个小节中，我和大家分享了几个典型的“人性本傻”的例子。我希望这些分享可以帮助大家认识到自己基因中存在的“犯傻”天性。只有认识到这些天生的弱点，才可能想办法来克服这些弱点。

要想克服自己性格中的弱点，一个最关键的方面就是要训练提高自己的自制能力。

假设在一个周末的下午，你独自一个人在家里。再过一个月你将参加一场考试，因此你现在最需要做的事就是静下心来复习迎考。这时候一个朋友打电话给你，邀请你一起去看一场你期待已久的电影；或者手机里还有打了一半的游戏等着你去通关。你会怎么做？

绝大部分人是很难有足够的自制力去抵挡上面提到的这些诱惑的。因此，在浑浑噩噩之中，我们会稀里糊涂地度过一个又一个周末的下午，到最后惴惴不安地上考场，希望自己可以幸运地蒙混过关。

很多时候，学生看不进书，或者职场人士无法集中精神完成一个项目任务，并不是因为他们不够聪明，而是因为实在管不住自己。有过减肥经验的朋友都知道，其实减肥并不复杂，无非就是“少吃多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动”。但每每在那诱人的蛋糕、冰激凌和大鱼大肉面前，要想管住自己的嘴巴，严格控制每天卡路里的摄入量，简直比登天还难。

在希腊神话中，有一则关于大英雄奥德赛（Odyssey）的故事，让我在这里和大家分享一下。

当时奥德赛刚参加完“特洛伊”之战，顺利班师回国。在回国途中，奥德赛的船队需要经过一片由塞任（Siren）女神控制的海域。塞任女神动听的歌声让人神魂颠倒，凡是听过该歌声的航海者都会情不自禁地纵身跃入大海。

奥德赛十分想听一下那“天籁之音”，但同时又不想为此丧命。于是他命令除自己以外的所有人在耳朵里塞满蜡，以防止被塞任女神的歌声诱惑。同时他命令手下用绳索把自己绑在船的桅杆上，无论他说什么，手下都不得理会，不得松绑。后来奥德赛的船队顺利通过了女神控制的海域，而他自己也得以听到那销魂的歌声并成功地活了下来。

这个故事告诉我们：

（1）人是有弱点的。很多时候，在诱惑面前，我们无法控制自己。这些诱惑的共同特点是，对人有强烈的感官刺激，让人欲罢不能，甚至上瘾。一个聪明人应该意识到自己天生的弱点。

（2）有时候为了管住自己，我们需要借助外部的力量。绑住奥德赛的那个桅杆和绳索，就是外部力量。没有人喜欢自己的自由受到限制，但那个桅杆和绳索却在关键时候救了奥德赛的命。

在现实生活中，这样的例子举不胜举。在 2017 年诺贝尔经济学奖得主Richard T haler 写的 *Misbehaving* 一书中，作者提到了一个“腰果”所引发的故事。

一群朋友在周末参加一个家庭聚会。离吃晚饭还有一段时间，于是大家坐在客厅里闲聊，这时候主人拿出一大碗腰果。那碗腰果很受欢迎：因为很多人可能已经开始有点饿了，而边吃腰果边聊天也让大家很享受。

但同时，有一些朋友也意识到，如果在晚饭前吃了太多腰果，那就会影响接下来对晚餐的食欲。要知道，在晚餐中有更多丰盛的食物。如果因为一碗腰果而错过了后面的饕餮盛宴，岂不是得不偿失？

这就让一些朋友陷入了“痛苦”之中。一方面，他们想要控制自己的“零嘴欲”；而另一方面，他们又屡屡受到眼前的腰果的诱惑。后来主人决定，把这碗腰果收回去，这样每个人都吃不到。主人的这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个决定反而让很多人大舒了一口气。因为这恰恰解决了他们的“痛苦之源”，不需要为是否吃腰果这件事再“为难”自己了。

在这个例子中，如果没有主人强行介入把腰果收走，那么这些参加聚会的朋友将继续游走在自控的两难痛苦之中。这个故事再次体现了上文提到的两个关键点：①很多人确实自制力有限，管不住自己；②有时候外部条件的改变（比如主人把腰果收走），可以有效地帮助我们更好地自律。

著名的心理学家 Dan Ariely 在他和同事发表的一篇论文[14]中，提到过这样一个例子。

实验人员在校园里贴广告，招募文字编辑小时工。小时工的报酬取决于他/她是否能从别人写的文字中找出错别字和语法错误，以及是否能按时把工作完成。

不同的小时工被编入三个不同的组别，其主要区别在于他们上交任务的方式。在第一组中，小时工上交任务的时间事先安排好，每隔一段时间定时上交一部分。在第二组中，小时工可以事先自己选择任务上交的时间间隔。在第三组中，小时工被告知一个最后的上交期限，他们只需要在最后期限前把所有的任务上交即可。

结果显示，第一组中的小时工的纠错率最高，最后延迟上交任务的概率最低。而在第三组中，即只有一个最后期限的组别中，其纠错率最低，任务上交错过期限需要延长的概率最高（见表2-13）。

表2-13

组 别	任务完成规则	纠错率	上交准时率
第一组	上交时间事先分段定好	最高	最准时
第二组	自己选择上交任务的时间		
第三组	只规定一个最后的完成期限	最低	拖延最长

数据来源：Dan Ariely and K laus Wertenbroch，2002，Pro crastination，Deadlines，and Performance：Self-Control by Precommitment.

这个实验说明，人的自律性不太可靠。如果想要确保某项任务在最后期限前完成，那么最好把该任务分割成若干个子任务，通过循序渐进的方式慢慢积累完成。采用这样的方式更容易取得成功。

有时候如果想要逼自己完成一项任务，或者达到一个目标，一个可以考虑的方法是在初期作出比较显著的投资，并且让自己在无法实现目标时受到惩罚。一个比较典型的例子是购买健身房年卡。很多人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

硬着头皮去健身房，其中一个主要原因是在年初付出了一笔数额不菲的健身房年费。付了钱以后如果不去的话，那可就亏大了。

美国的一位心理学教授做过一个有趣的实验[15]，验证通过初期投资的方法提高个人自律性的效果。

实验中的对象是那些拥有“发现健康”（Discovery Healt h）信用卡的用户。如果用户使用该信用卡购买健康食品，那么在每个月月末他会得到一笔当月消费额的 25%的现金回扣。研究人员将实验对象分为两组，其中一组需要签订一个合约。该合约规定，如果用户在当月没有完成预先设定的健康饮食目标，那么他的25%的现金回扣会全部充公。

研究显示，那些签订合约的用户，其履行计划实现自己既定目标的百分比要显著高于其他人，并且持续时间更长。

如果有些朋友觉得自己的自律性比较差，那么不妨试试这个方法：先拿出一笔对自己来说数额不菲的钱放在一边，告诉自己如果无法在规定的时间内完成既定任务（比如要减掉 X 斤肉），就把这笔钱捐掉。这种类似于“割肉”的疼痛可能会激发出超越常人想象的行动力。

在投资领域，能否管住自己也会直接影响到我们的投资回报。比如有很多证据显示，个人投资者在股市中的买卖频率越高，其投资回报越差。个人投资者想要通过在股市买卖来战胜市场，简直就是天方夜谭。但还是有很多投资者对自己的炒股能力自信满满，或者无法忍受购买并长期持有指数基金所伴生的“无所事事”，忍不住去市场里进行搏杀，到头来花钱买教训。

一个聪明的投资者，需要意识到自己天生的弱点。在很多领域，不管是学习，还是工作，或者投资，能否管住自己是区别优秀和平庸的最主要标准之一。把自己管住，是我们迈向成功需要跨出的第一步。

---

[1] Hagani,V and Dewey,R:Rational d ecision making under uncertainty:Ob served b etting patterns on a biased coin,2016.

[2] Tversky and K ahneman,Judg ment under Uncertainty:Heur istics and Biases,Science,New Series,Vol.185,No.4157.(Sep.27,1974),pp.1124-1131.

[3] Thaler,R.H.(1999,July 19).Mental accounting matters.

[4] Justine S.Hastings and Jesse M.Shapiro,2013,Fungibility and Consumer Choice:evid ence from commodity price shocks.

[5] Thaler,R.H.(1999,July 19).Mental accounting matters.

[6] Odean,T,1998,Are investors reluctant to realize their losses?The journal of finance,Volume 53,Issue 5,October 1998,Pages 1775-1798.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[7] Anuj K.Shah,Eldar Shafir,and Sendhil Mullai nathan,Scarcity Frames Values,Psychological Science,Volume:26 issue:4,page(s):402-412,April 1,2015.

[8] Richard Thaler,Misbehaving,2015.

[9] Thaler,R.H.(1988).Anomalies:The Winner's Curse.Journal of Economic Perspectives,2(1),191-202

[10] Presh Talwalkar (2011,October 03),Understanding the winner's curse.

[11] Justin Kruger and David Dunning,Unskille d and Unawar e of it:How D ifficulties in Recognizing O ne's Own Inco mpetence Lead to Inflated Self-Assessments,Journal of Personality and Social Psychology,1999,V77,No.6,1121-1134.

[12] Barber and Odean,Bo ys will be bo ys:gender,overconfidence and common stock investment,The quarterly journal of economics,February,2001.

[13] https://www.wsj.com/articles/under-pressure-ex-harvard-star-jack-meyer-says-its-not-time-to-quit-1492594202

[14] Dan Ariely and Klaus Wertenbroch,2002,Procr astination,Deadlines,and Performance:Self-Control by Precommitment.

[15] Schwartz et al.2014,Healthier by Precommitment.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章 投资界的造神运动

从美国的乔治·索罗斯，到中国的徐翔，投资界从来都不缺摇滚明星。不管是华尔街的大型金融机构，还是各路新闻媒体，都对投资界的“造神运动”乐此不疲。

这种现象的背后有两个主要原因。首先，投资者喜欢崇拜“股神”。这些英雄人物头顶耀眼的光环，让人感觉点石成金，因此把自己的积蓄交给这些“神人”打理总没错。

其次，新闻媒体需要吸引眼球的故事。如果媒体报道某股神由于撞大运而在股市中大赚一笔，这样的新闻几乎没人喜欢看。大家喜欢看的是那些有过人胆识的投资奇才，“众人皆醉我独醒”，凭借一己之力提前预判到将要出现的“风口”，并且从中赚得高倍回报的传奇故事。

因此，我们经常会在媒体上看到各种“神乎其神”的关于投资大咖的报道。但是这些“大神”究竟是真有拿得出手的绝活，还是徒有虚名，只是被炮制出来去忽悠一些金融“小白”而已？这一章就来帮助大家分析这个问题。

3.1 最神秘的明星：James Simons

文艺复兴科技公司（Renaissance T echnologies）是世界上名气最响的对冲基金公司之一，其创始人詹姆斯·西蒙斯（James Simons）堪称传奇人物。他有很多外号，比如“华尔街最赚钱的数学家”“全球最赚钱的基金经理”“量化交易之父”等。根据彭博社亿万富翁指数（Bloomberg Billionaire Index）显示，西蒙斯在 2016年身家大约值 155亿美元。根据 Hedge Fun d Re search报道，西蒙斯在2016年收入为16亿美元，位于世界对冲基金经理收入榜单首位。

文艺复兴科技公司的旗舰产品是一只叫作“大奖章”（Medallion）的对冲基金。该基金成立于 1988 年，是一只典型的量化“黑盒子”基金。“大奖章”基金的交易策略都是基于复杂的电脑程序和算法，外人无从知道它的交易规则。“大奖章”（在向外部投资者关闭之前）也是世界上收费最贵的对冲基金之一：年管理费5%，业绩提成44%。

根据彭博社的报道，从 1988年到 2015年，“大奖章”基金每年的平均净回报高达 40%左右 [1] 。因此，即使该基金收费再贵，想要投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资“大奖章”的投资者也排成长队。问题在于，从 1993 年开始，“大奖章”基金不再对外部投资者开放，只有文艺复兴科技公司的现任和前任员工才有资格购买该基金。2005年，“大奖章”基金的最后一位外部投资者的股份被买断，从此以后没有外人再见过“大奖章”基金的真实业绩。现在媒体和网络上流传的“大奖章”基金业绩（包括上文中提到的媒体报道的基金业绩），都是文艺复兴科技公司自己披露的。

文艺复兴科技公司除管理“大奖章”基金之外，他们还管理着三只“小奖章”基金，分别是：

（1）RIEF（Renaissance Ins titutional Equities Fu nd），文艺复兴机构股票基金，成立于2005年。

（2）RIFF（Renaissance Inst itutional Fu tures Fun d），文艺复兴机构期货基金，成立于2007年，2015年被关闭。文艺复兴科技公司对关闭该基金的解释是“投资者兴趣不高”[2]。

（3）RIDA（Renaissance I nstitutional D iversified Alpha），文艺复兴机构多元阿尔法基金，成立于2012年。

这三只基金都是外部投资者可以投资的，因此有时候也被称为“小奖章”基金。

有些朋友可能会问：为什么文艺复兴科技公司会选择关闭主基金（“大奖章”），而选择开放销售其他基金（“小奖章”）？

主要原因有两个。首先，任何一个好的交易策略，如果确实能够产生阿尔法（超额回报），那么它一定有容量限制（Capacity Constraint）。大致来讲，策略管理的资金量越大，其产生超额回报的难度越高。因此任何一个好的投资策略，不管是在一级市场还是二级市场，都会在到达一定规模后关闭，不再接受追加投资。

其次，肥水不流外人田。假设你家里有一台“印钞机”，为什么要和别人分享？文艺复兴科技公司的基金经理那么聪明，自然不会不明白这么简单的道理。

下面为读者朋友具体分析一下“小奖章”RIEF基金。

投资者需要明白的第一个重要道理是，这只所谓的“小奖章”RIEF 基金，和文艺复兴科技公司的“大奖章”基金完全是两个概念。“大奖章”是多策略的量化基金，其投资的资产类别/市场/策略/算法都是完全保密的。除了文艺复兴科技公司内部的高管，没有其他人知道关于该基金的任何内部信息（甚至其回报也只有他们自己知道）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

RIEF 基金则不一样，该基金的投资标的是二级市场上流动的股票（以美国股票为主）。也就是说，这是一只量化选股基金。为了提高投资回报，该基金会用上做空和杠杆（175%买多，75%卖空）。根据其宣传材料显示，该基金的投资目标是长期获得比标准普尔500指数高4%～6%的投资回报。

文艺复兴科技公司的销售策略值得笔者在这里专门提一下。事实上，大众和媒体所知道的关于文艺复兴科技公司以及“大奖章”基金的信息是非常少的，就连其回报都是公司自己报的。各大媒体的报道，集中于文艺复兴科技公司极富传奇色彩的创始人、充满神秘色彩的“量化黑盒子”，以及每年收入超过十几亿美元的基金经理上。在这个“伟大的基金经理”的光环之下，文艺复兴科技公司去销售这些和大奖章基金完全无关的“小奖章”基金就容易多了。

很多投资者可能都不知道“大奖章”基金和“小奖章”基金到底有啥区别。曾经有一位读者跟我通电话的时候，兴奋地告诉我他买到了“大奖章”基金（真人真事！）。我当时就很惊讶，因为我知道该基金从 1993年开始就对外部投资者关闭了。后来我让这位读者再去仔细检查一下，确认到底是哪只基金，谨防受骗。回去检查后，他告诉我，原来他购买的是RIEF基金，而非“大奖章”基金。

现在我们回到 RIEF 基金上。从投资策略来看，RIEF 基金是一款以击败指数基准为目标的投资产品，有点类似于国内的“指数增强”基金。其核心的投资目标是“战胜指数”，而不是获得“绝对回报”。战胜指数的意思是不管市场涨跌，只要基金回报超过指数就可以了。在熊市中，市场下跌，基金的目标是跌得少一些；在牛市中，市场上涨，基金的目标是涨得更多一些。对于投资者来说，这样的基金提供的是一个相对回报。

如果想要购买这样一只基金，投资者需要支付多少费用呢？下面通过表3-1和大家分析一下。这是国内某第三方理财机构在 2017 年向其投资者销售的文艺复兴RIEF基金的费率明细。

表3-1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费　用	费　率	收取方法
申购费 1%		一次性
第三方理财机构管理费 1%		每年
平台基金管理费 0.	55%	每年
底层基金管理费 0.	5%	每年
底层基金业绩报酬 10%		每年

数据来源：某第三方理财机构资料

大家可以看到，投资者需要先支付一次性的 1%申购费。然后，投资者需要每年支付给文艺复兴科技公司管理费和业绩报酬（0.5%的管理费+10%的业绩分成），以及第三方理财机构 1.55%的管理费（1%+0.55%）。把这些费用加起来的话，大约是 1%的一次性申购费、每年 2.05%的管理费和 10%的业绩分成。

那么付出了这些费用，投资者可以得到多少回报呢？

如图3-1所示，根据基金宣传材料中披露的文艺复兴 RIEF 基金（Series B）的历史业绩，我们可以看到，该基金自成立以来，确实战胜了标准普尔500指数。从 2005年 8月到 2017年 2月期间，文艺复兴 RIEF基金（Series B）的历史回报为每年 10.35%左右，而同期标准普尔 500 指数的回报为8.03%左右，如表3-2所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

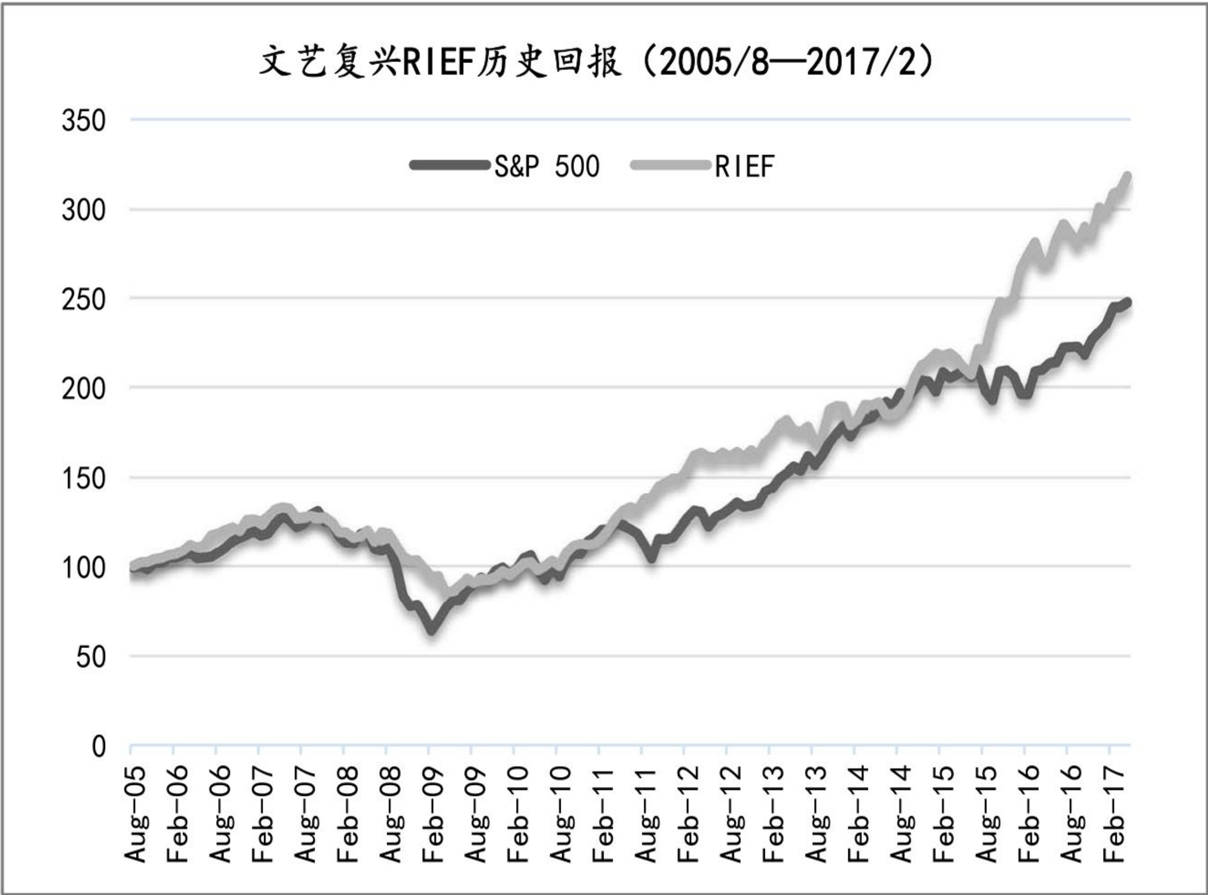


图3-1

数据来源：某第三方理财机构材料

表3-2

2005/8—2017/2	标准普尔 500 指数	文艺复兴 RIEF Series B
年回报 8.	03%	10.35%

一只基金在扣除基金经理的管理费和业绩分成之后，能够在 10多年的时间里战胜市场基准，是一件非常不容易的事情。特别是这 10多年还包括2008年金融危机，这样的主动型基金非常稀少。

当然，该基金一开始设定的目标是每年超过标准普尔500指数4%～6%。截至2017年4月，该基金达到的业绩（每年超过2.3%）仅及一开始目标的一半。因此，从这个角度来讲，可能有些投资者会感到失望。但不管怎么说，能够在长达10多年的时间内战胜市场，这样的主动型基金确实属于少数。

但是我们不要忘记，在RIEF基金上，投资者还需要支付第三方理财机构管理费。如果把这些费用（1%的一次性申购费，以及每年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.55%的管理费）扣除，那么投资者能够获得的净回报就如表3-3和图3-2所示。

表3-3

2005/8—2017/4	标准普尔 500 指数	文艺复兴 RIEF Series B 扣除中介费后回报
年回报 8.	03%	8.57%

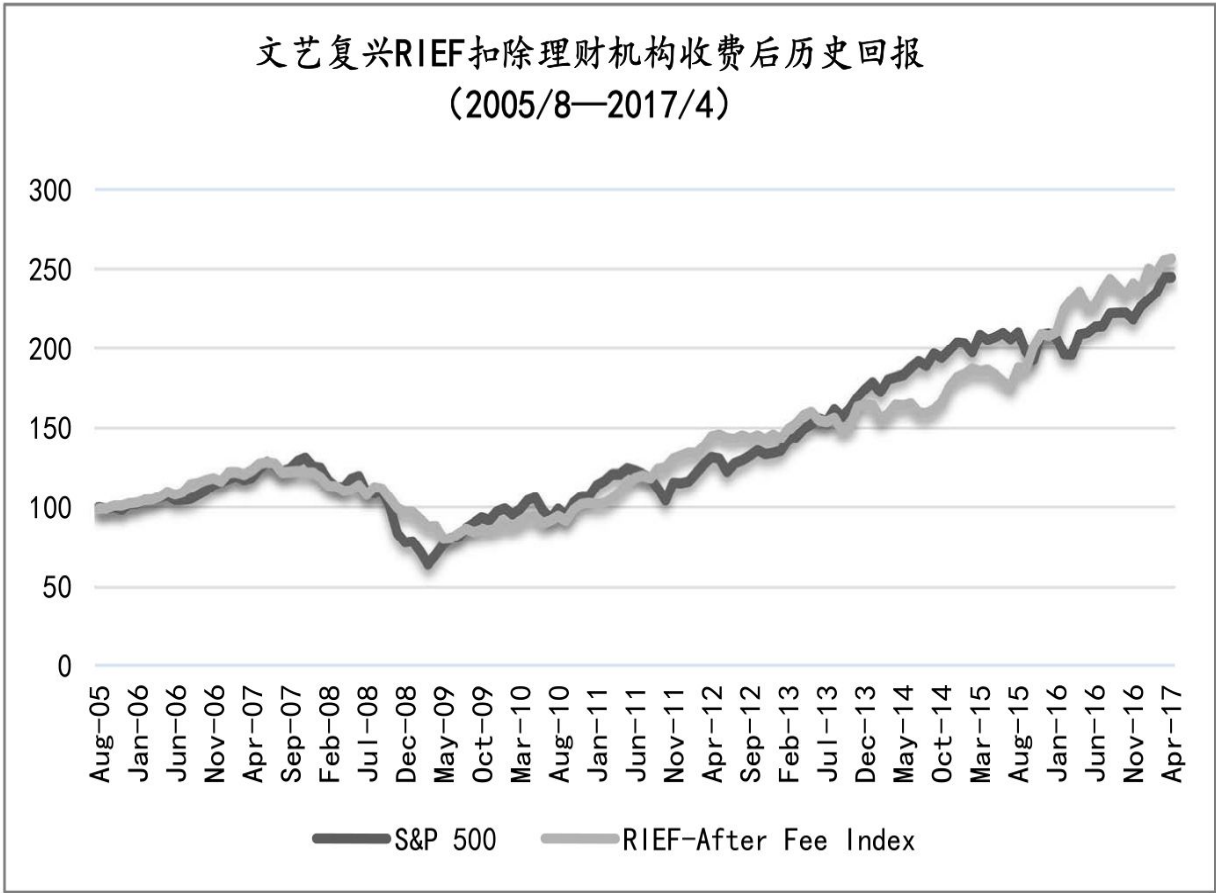


图3-2

数据来源：某第三方理财机构材料

在这 10 多年中，该基金还是能够战胜市场的（每年平均超额回报 0.5%左右），只是其战胜市场的超额回报非常有限，和一开始基金宣传的 4%～6%的超额回报相差甚远，和文艺复兴科技公司的旗舰产品“大奖章”基金相比更是天壤之别。

从文艺复兴基金这个案例中，投资者可以学到哪些教训？

（1）善于推销的基金公司，是很有一套市场推广方法的。文艺复兴基金公司依靠其非常神秘的“大奖章”基金，赢得了很多投资者的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

青睐。但到最后，投资者买到的是和“大奖章”没啥关系的“小奖章”。这些投资者到底有没有买到自己想要的投资产品呢？

（2）在分析任何一个投资产品时，我们要时时牢记“投资成本”四个字。越复杂的投资产品，其中间涉及的法律架构，以及金融衍生品越难以让人理解，因此也可能蕴藏各种各样看不见的费用。把这些费用逐一扣除以后，投资者拿到手的投资回报，和其一开始表面上看到的费前回报可能相差非常远。一个聪明的投资者，需要严格控制自己的投资成本，最大限度地保护自己的投资回报。

3.2 次贷危机造就的明星：Kyle Bass和John Paulson

Kyle Bass和John Pa ulson两位基金经理，都是从美国2008年次贷危机中崛起的明星，因此笔者把他们放在同一节中讨论。

Bass 先生曾经就职于贝尔斯登（Bear Sterns）和美盛（Legg Mason）。2005年，Bass创建了自己的基金 Hayman Ca pital。Bass真正引起世人的关注是在 2007年，那年他做空美国的次贷（Subprime），其基金获得了 212%的投资回报[3]。

从此，Kyle Bass 成为媒体的红人，经常成为各大报纸、电台的座上宾。他也经常发表极具争议性的观点，比如对于日本债务的悲观看法，和对于中国人民币的看空态度等。Bass 的 Hayman Capit al甚至被哈佛大学商学院收入其商业案例（Business Case Study）中，用来作为其学生学习的教材之一[4]。在很多投资者的眼里，Kyle Bass应该符合“投资大师”的标准。

早在 2011 年，Kyle Bass 就开始看空日本国债（JGB）。当时他管理的Hayman Capital 公开发表了一份关于日本国债的研究报告，引起了投资界的一阵小轰动。在那份研究报告中，Bass 旁征博引，以严密的逻辑分析了日本政府的债务和收支状况不可持续的原因所在，并得出结论，日本国债迟早会崩溃。

Kyle Bass 列举的原因包括：日本的人口结构、日本的总体债务水平、日本的政府收支状况等。从那时候开始，Bass 每逢出席各种会议、访谈等，言必称日本债务离崩溃不远。他本人也多次在公开场合表示，Hayman Capital花了不少资金做空日本国债。因此，如果日本国债真的雪崩，Bass 的基金应该会赚不少。但很遗憾的是，Bass的预测到本书面世时还没有发生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然Kyle Bass 在媒体上频频出镜，但是他管理的基金回报却不如新闻报道的那么出彩。事实上，Bass的Hayman Capita l在2007年获得了高额回报以后，就表现平庸。据纽约时报报道，在 2008—2014年的 7 年时间里，Hayman Capi tal的投资回报每年仅为 1.56% [5] 。同期标准普尔 500指数每年的回报率为5%左右，明显好于Hayman Capital。

由于基金的历史业绩不佳，Hayman Capi tal管理的资金从2014年的23亿美元下跌到2016年的7亿美元，在短短的两年时间内少了2/3 [6] 。公司员工人数也下降了1/3左右。

Kyle Bass 本人在媒体上依旧活跃。2016年，Bass多次在公开场合表示中国的货币（人民币）被严重高估，有崩溃的危险，这是很多人一生中最难得的投资机会 [7] 。从2016年年初到2017年年中（6月底），美元对人民币汇率上升 5%左右。虽然人民币确实发生了一定程度的贬值，但远没有到“崩溃”的地步。

下面再讲讲另一位明星基金经理，John Paulson。

John Pa ulson声名鹊起，也源于 2007年的次贷危机。Paulson毕业于哈佛大学，但是其在华尔街的投资职业之路一直波澜不惊，鲜有出彩，直到次贷危机的发生。

由于做空美国的次贷，Paulson 的基金在 2007 年取得了超过150%的超级回报，是该基金历史上的最好业绩。一夜之间，Paulson的名号传遍华尔街的大街小巷，要把钱交给 Paulson 管理的投资人纷至沓来，把他的门槛都要踏破了。

Paulson管理的基金规模，从2007年的50亿美元左右一路上升到2011年的350亿美元。Paulson基金也成为美国最大的对冲基金之一。

但是好景不长。2011 年，Paulson 管理的基金亏损 50%。2012年，其基金再度亏损 20%。也就是说，在他管理 350 亿美元时，仅两年时间就亏了70%，约合 210 亿美元左右。当初他在 2007 年管理 50 亿美元回报为 150%时，为投资者赚了75亿美元。也就是说，Paulson在2011年和2012年两年亏的钱，可能比他这辈子为投资者赚的钱都多。

3.3 年收入超过10亿美元的明星：Bill Ackman

Bill Ackm an 不一定是美国投资回报最高的经理，但他肯定是收入最高的基金经理之一。根据美国福布斯杂志 *Forbes* 公布的数据，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Bill Ackm an 在2014年的个人收入为11亿美元，位列全世界收入最高的基金经理第四位。

Ackman 出身于美国纽约的一名犹太富商之家，在他从哈佛大学毕业以后就开始在家族的支持下开始创业。

2004 年，Bill Ackm an 创建了自己的对冲基金，Pershing Square Ca pital Management。Ackman 的投资风格比较独特，属于主动干预型投资（Activist Investment）。其典型的操作手段是大量购买标的公司的股票，争得董事会议席，并以董事会成员的身份直接参与公司管理（包括更换公司 CEO），以此来极大地改变公司的业绩并从中获利。Pershing Square在成立之后曾经直接策划/参与了几笔在投资界比较有名的公司购并案例，比如 Wendy's、Border's等，Ackman也因此在基金界声名鹊起。

从很多标准来看，Bill Ackm an 应当符合很多人眼中的“投资大师”的标准。那么Ackman的真实业绩回报如何呢？

根据 Pershing Square 自己披露的业绩显示，从 2012 年 12 月 31 日到2015年 12月 31日，该基金扣除费用之前的回报是 37.3%，扣除费用以后投资人得到的净回报是22.2%，如图3-3所示。

同期，美国标准普尔 500 指数回报为 52.5%。也就是说，把钱给一位哈佛毕业的、绝顶聪明的、年收入超过 10亿美元的明星经理人，其回报还不如购买一只简单的S&P指数基金。

截至 2016年 4月，Pershing Square 在该年度中的回报为-17.5%，主要原因之一是 Ackman 卷入了一家名为 Valeant 的制药公司中。2017 年 3 月，AcKman宣布其管理的基金Pershing Square将持有的Valeant股票全部出售[8]，出售的价格为每股11美元左右。而2015年Ackman购入该公司股票时，支付的价格大约为每股196美元。照这样算来，Pershing Square在这只股票上亏损了 94%左右。如果算上基于该股票的期权，Pershing Squar e 在这笔交易上总共亏损42亿美元左右[9]，堪称史上最糟糕的股票买卖之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

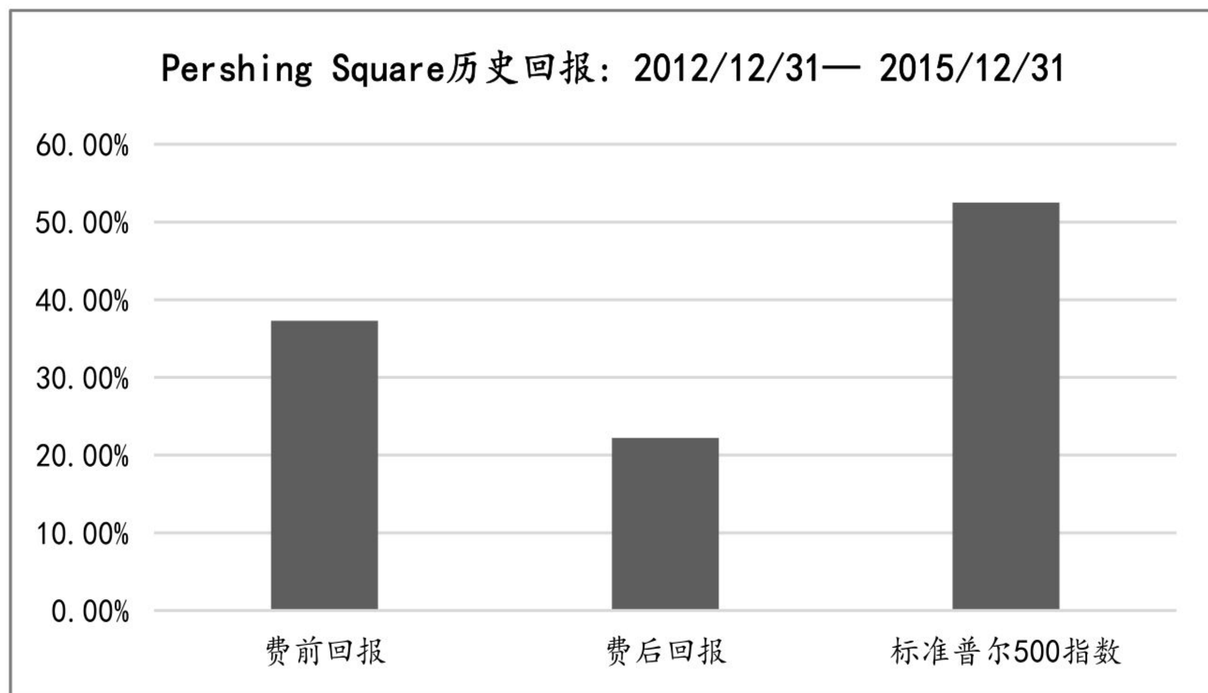


图3-3

数据来源：Pershing Square investor letter

3.4 高学历明星：John Hussman

Hussman于 1992年从斯坦福大学博士毕业，在创建他自己的基金管理公司之前，曾经是美国密西根大学国际贸易和金融系的教授（1992—1999年）。

2000 年，Hussman 先生弃学从商，开始管理并销售他自己的基金Hussman Strateg ic G rowth Fund（HSGFX）。在该基金发起后的头10年，是一个让很多人钦佩的成功故事。

从图3-4中我们可以看到，在2001—2008年间，HSGFX每年都战胜了市场基准标准普尔500指数。在2008年金融危机中，美国股市下跌了40%，而该基金“仅”下跌10%左右，堪称业界翘楚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

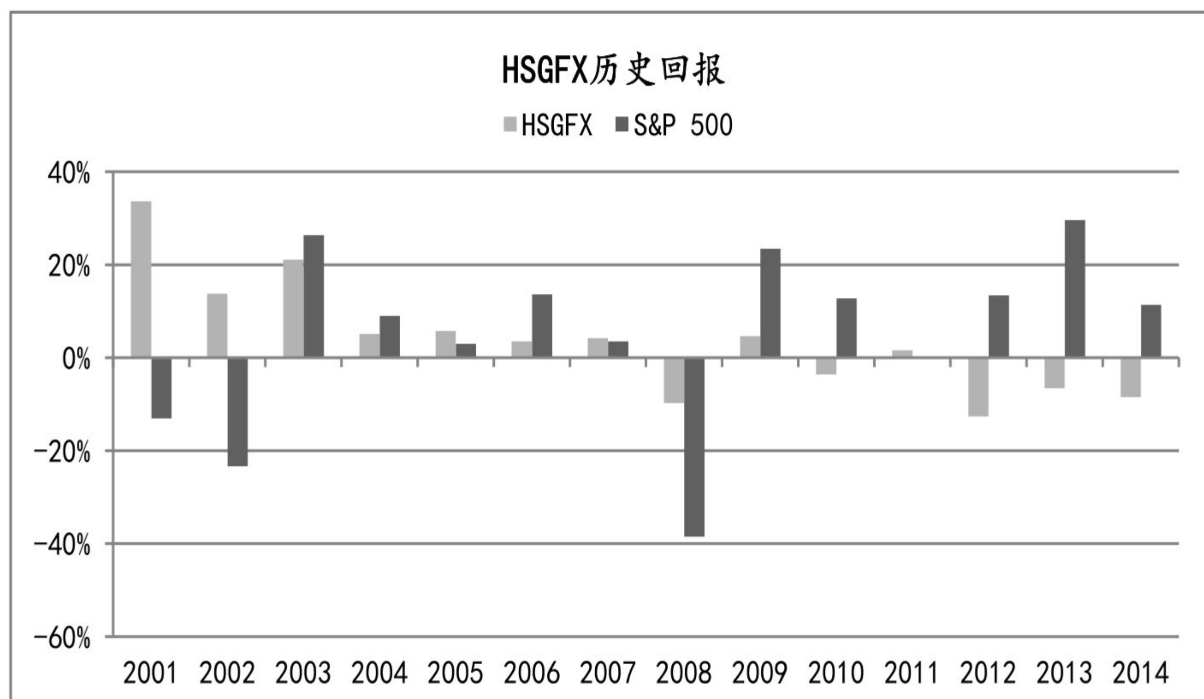


图3-4

数据来源：华尔街日报，晨星

受到如此优异的业绩的鼓舞，HSGFX 管理的资金规模迅速上升，在2010年/2011年达到了60多亿美元。

但是从 2009 年开始，HSGFX 的业绩开始出现反转。在 2009—2014 年间，该基金每年的业绩都不如标准普尔500指数。

从图 3-5中我们可以看到，深色线代表的 HSGFX从 2009年开始呈现出一条向下的曲线，而浅色线代表的标准普尔 500指数则连续上涨。HSGFX在一开始几年跑赢标准普尔 500指数的超额回报，在 2012年就全部还了回去，并且在接下来的几年继续表现不佳。

在该基金连续亏损多年的同时，其管理的资金规模也一路下降。根据晨星（Morningstar）提供的信息，截至2016年12月8日，HSGFX管理的资金规模下降到4亿8千万美元左右，和2010年的鼎盛时期已经不可同日而语。管理基金的还是 Hussman 先生本人，那么这只基金到底发生了什么问题？为什么前8年和后8年的业绩相差那么大，简直判若两人？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图3-5

数据来源：Google Finance，Wall Street Journal

根据 Hussman 基金披露的材料，该基金表现不好的最主要原因，就是基金经理在 2009 年以后采取的“对冲”（Hedging）策略。如果基金经理没有作出“对冲”的决定，那么他很可能还是会继续战胜标准普尔 500 指数，为投资者带来好的投资回报的。当然，这个世界上没有“如果”，否则所有的投资者肯定都会赶到 2008 年以前去卖空股票，然后在 2009 年再把这些股票买回来了。

从 2009年开始，美国股市经历了一轮大牛行情。从 2009年 3月的谷底开始算起，截至2016年12月8日，标准普尔500指数上涨了228%，每年涨30%左右。John Hussm an 在同期对冲他管理的股票基金（一般会通过卖空股票指数期货或者购买看空期权等方法实现），其基金回报不佳也就情有可原了。

3.5 媒体和讲座明星：拉里・威廉姆斯

拉里・威廉姆斯（Larry W illiams）在严格意义上算不上基金经理，因为他的主业是卖书和演讲。但是此君在中国特别受欢迎，因此我觉得有必要在这里提一下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

威廉姆斯的出名起源于 1987年。那年他赢得了一个美国期货大奖赛的冠军（World Cup Cham pionship o f Fut ures T rading fro m t he Ro bbins T rading Company），在一年之内将 1 万美元炒到100 万美元。同时他也是技术指标William%R的创始人，该指标被很多期货交易员在进行技术分析时使用。

威廉姆斯在期货交易上的成功，远远比不上他在卖书和出席活动挣演讲费上获得的成功。这里简单举几个例子。

1987 年，美国期货协会（NFA）发布的公开报告显示，威廉姆斯在当年期货大赛的账户中非常赚钱，但是在现实生活中他为其客户操盘的账户却蒙受巨亏（亏损了620多万美元）。该行为构成欺诈 [10] 。

那么在 1987年的期货大赛中，威廉姆斯是怎么赢得冠军的呢？根据威廉姆斯自己的说法，当时他的投资组合从 200 多万美元跌到 75 万美元（亏了62%），然后又回到 100 万美元。幸亏这只是个竞赛。如果在现实生活中发生这样的情况，结局可能就大不同了。很多时候，如果基金经理亏了 60%多，很可能早就会被投资者要求强行平仓关闭基金了。

1988 年，威廉姆斯发起成立了 The Larry W illiams Financi al Strate gy Fund。该基金在 1988 年（仅一年）亏损超过 50%（Futures Magazi ne，0 ct 1989）。

1989 年，威廉姆斯和合伙人 Jake Bernstein 发起成立了 the W orld Cup Championship Fund。到 1990年 5月（也是一年左右的时间），该基金亏损超过50% [11] 。

2006 年，威廉姆斯被美国税务局指控偷税漏税。当时威廉姆斯在澳大利亚宣传他的书籍，美国政府允许以100万美元保释 [12] 。

上文提到，威廉姆斯有个合伙人叫 Jake Bernstein。此君的记录更让人大跌眼镜：根据美国期货协会的公告显示，Bernstein 由于涉嫌欺诈，被判罚款20 万美元，终身取消美国期货协会（NFA）成员资格。此前他曾经以每年895美元的价格售卖其期货指南。任何一个投资者，如果顺着其指南中的策略去交易期货，那么在1988—1992年就会连续五年每年亏钱。

3.6 投资者教训

在本章中，我和大家分享了几个投资界“明星”的真实案例。那么从这些案例中，我们能够学到什么呢？在接下来的章节中，我们就来谈谈这个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.6.1 光环效应

“光环效应”（Halo Ef fect）指的是人们很容易受到大 V 和名人的光环的影响，产生莫名的崇拜。比如一些创业成功的商业人士，被媒体吹捧一下，就有不少粉丝追随。这使得这些大 V 从“会赚钱的商人”摇身变为“人生导师”和“创业传奇”，而他们说的话都变成了金科玉律。

“光环效应”在国内是很管用的。很多国内的私募基金经理，其投资业绩几乎没人知道（一般都不会向公众公布），但是名气都很响，在各大媒体上频频露面，受到不少投资者的膜拜。可见，吃这一套的投资者还真不在少数。

由于国内投资者对海外市场不甚熟悉，因此更容易受到“光环效应”的影响。在判断某个理财产品是否值得购买的时候，很多人进行判断的依据是有没有听说过对方的名字，是否经常在电视、报纸上看到关于对方的报道，基金的管理公司或者经理是否是“传说中的大牛”。

顺着这种“大 V 光环”去选购理财产品，投资者很可能会吃大亏。这样的例子举不胜举。通过和大家分享上面这些例子，就是要提醒广大读者，时刻牢记以证据主义为基础，客观的分析公司提供的理财和投资产品。不要轻易被“大 V 光环”所影响，而忘记了基本的价值判断，甚至跌入理财机构的销售陷阱。

3.6.2 投资大神确实存在

很多第三方理财机构或者基金公司在推销他们的产品时，总是会向投资者反复强调：这个世界上，是存在很多投资达人的。他们会举出巴菲特和索罗斯的例子告诉投资者：你没看到吗？这些投资大神牛不牛？他们可以轻松战胜市场，并且持续很多年。

这个世界上，确实存在一些投资大神。但问题在于，投资者要想通过这些投资大神为自己获得更好的投资回报，则要复杂得多。其背后主要有如下几个原因。

首先，在事前确定谁是投资大神，要比事后诸葛亮难得多。对于投资者来说，重要的是在事前找到投资大神，买入他/她管理的基金，然后从中获利。但很遗憾的是，这种赚钱方法远比很多人想象的困难得多。在接下来的第4章中，我会和大家详细分析背后的逻辑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其次，天下没有免费的午餐。一般来说，投资大神都是要收费的。对于投资者来说，重要的是扣除各种费用后，自己拿到手的净回报。这也是为什么我在多个场合反复强调控制投资成本的原因所在。很多研究显示，一些在费前能够提供超额收益的投资策略，在扣除了基金经理们收取的费用之后，就不再那么吸引人了。

最后，如果真有一些特别好的投资策略，投资大神没有理由拿出来和其他人分享。就像本章中举的“大奖章”基金的例子，他们会选择关闭基金，独享其投资回报。

一个聪明的投资者，需要理解这个道理：即使这个世界上真的有投资大神，也不代表自己能够轻松找到这些大神，并且在扣除费用后还拿到令人满意的投资净回报。

3.6.3 严格控制投资费用

我在很多篇文章中反复提醒读者朋友，在选择投资理财产品之前，需要严格分析投资费用。从上面的案例中我们可以看到，很多基金费前的回报还是相当不错的，但是当扣除了基金经理的收费和第三方理财机构的收费后，基金的回报从还不错降到了勉强及格，甚至不合格。

因此，一个聪明的投资者，需要严格控制自己的投资费用。在选择理财产品的时候，需要像菜场大妈那样，货比三家，能省则省，斤斤计较。这才是对自己和家人最负责的投资态度。

3.6.4 挑选基金的挑战

挑选基金是一件非常困难的事情。假设把时间轴调回到 2009年，这时候如果我们看到类似于HSGFX或者保尔森基金的介绍材料，则很难不被这样的基金所打动。这些基金由非常聪明的密西根大学教授，或者哈佛大学毕业生管理。在 2009年以前，Hussman、Ackman或者Paulson的基金都报出了非常好的回报数据。

这也是为什么这些经理管理的基金规模在接下来几年中迅速上升的原因之一。但很可惜的是，这些例子再次向我们证明了我反复强调的一个重要道理：根据过往业绩去选基金，是最不靠谱的购买基金的方式。上文中提到的几只基金，其绝大多数的投资者都是在 2008年/2009 年以后买入的，而这些基金的表现恰恰在接下来的几年中开始发生逆转，因此这些基金的投资者的实际回报都好不到哪里去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国学者 Jonathan Berk 和 Richard Green 在一篇学术论文[13]中指出，投资者对于过去几年回报好的基金经理的竞争性追逐，恰恰是这些基金难以在未来继续保持好的投资回报的原因所在。当某位基金经理在过去几年取得辉煌的投资业绩后，他和他管理的基金成为投资者们眼中的香饽饽，因此投资者之间产生了一场“扔钱大赛”，大家竞相把自己的钱交给这些“股神”进行管理。

从资金供给的角度来讲，这些明星基金经理可以获得的投资资金产生过剩（Capital Over Supp ly）。由于基金经理的收入和所管理的资金规模直接挂钩，因此他们没有理由拒绝送上门来的肥肉，自然是多多益善。

问题在于，很多投资策略都有规模限制。资金量大过一定程度之后，基金经理要想获得和以前类似的投资回报，其难度越来越高。这样的例子，在很多基金经理，比如彼得・林奇、比尔・米勒等身上都发生过。当这些传奇型基金经理所管理的基金规模达到一定程度后，其回报反而不如前期基金规模比较小的时候。这也让追随这些“股神”的投资者粉丝们大失所望。

事实上，用排名和过去几年的投资业绩让投资者参与一场选美大赛，挑选“上等马”，恰恰是投资者最容易坠入的投资陷阱之一。在接下来的一章中，我会具体讲讲这个陷阱的坑人之处，以及如何避免堕入该陷阱的方法。

---

[1] https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-11-21/how-renaissance-s-medallion-fund-became-finance-s-blackest-box

[2] http://www.reuters.com/article/us-hedgefunds-renaissance-idUSKCN0S72SG20151013

[3] http://nypost.com/2015/08/22/hedge-fund-manager-peaked-at-predicting-mortgage-meltdown/

[4] https://hbr.org/product/hayman-capital-management/an/212091-PDF-ENG?Ntt=hayman

[5] http://nypost.com/2015/08/22/hedge-fund-manager-peaked-at-predicting-mortgage-meltdown/

[6] http://www.wsj.com/articles/hedge-fund-star-kyle-bass-slips-on-oil-1464022191

[7] http://www.zerohedge.com/news/2016-02-10/fasten-your-seatbelts-kyle-bass-previews-collapse-chinas-34-trillion-banking-sector

[8] http://www.cnbc.com/2017/03/13/ackman-has-sold-out-of-valeant-will-step-down-from-board-sources.html

[9] https://www.bloomberg.com/view/articles/2017-03-14/bill-ackman-is-done-losing-money-on-valeant

[10] http://www.jurikres.com/snake/lawsuits.htm

[11] http://www.jurikres.com/snake/lawsuits.htm

[12] www.theage.com.au/news/National/Celebrity-broker-Williams-given-1m-bail/2006/05/23/1148150241828.html

[13] Jonathan B erk and Rich ard Gr een,M utual fun d flows and per formance in r ational markets,Journal of political economy,2004,Vol 112,No 6.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章 英雄榜的背后

我们人类天生喜欢排名。在体育界，我们给那些足球队和篮球队进行联赛排名，并最终基于排名决定冠亚军和升降级；在娱乐界，我们给那些音乐和电影打分，并根据那些分值为它们排序。

在投资界，类似的各种排名也同样泛滥。比如每年年初，各大金融媒体便纷纷推出各种“基金排行榜”，来宣传上一年金融投资界的各路英雄好汉。举例来说，在东方财富网公布的榜单上，有权益类基金经理 50强、债券型基金经理赚钱30强、三年期基金经理40强等各种排名。

在这一章中，让我来告诉你：这些机构为什么要给基金经理们排名；排名对于我们选出更好的基金经理有没有帮助；到底谁会从这样的排名中获得最大的好处。

4.1 基金英雄榜靠谱吗

首先和大家分享一篇专门研究这个问题的学术论文[1]。在这篇文章中，作者 Andrew Clare 教授从晨星（Morningstar）数据库中选取了 357位美国的公募基金经理进行分析。这些基金经理的工作就是“战胜市场（Beating the Market）”，这也是他们公司向投资者推销宣传时的标语口号。

这些经理管理基金的时间都超过 10年（截至 2014年 12月），因此他们都是最强的“幸存者”。通过研究这些“最强基金经理”的历史数据，Clare教授得出一些非常有趣的结论。

Clare 教授对这些基金经理管理的基金扣除税费后的回报进行仔细研究之后发现，其每年的平均超额回报（Excess Retur n）仅为0.04%。也就是说，即使投资者非常幸运地选到了这些“投资老司机”，他能获得的投资回报也只是比市场基准（比如标准普尔 500 指数）好上 0.04%而已，基本和买一只股票指数基金 ETF 的回报差不多。当然，如果投资者不幸买到那些表现不好、短短几年就关门大吉的基金，那么其投资回报一定会差很多。

那么有没有一些基金经理的特质，能够帮助我们去粗取精，沙里淘金，从成千上万名基金经理中提前找出那些表现比较好的基金经理呢？毕竟对于投资者来说，过去的业绩没有什么意义，关键是在买入该基金以后，其将来的业绩表现如何。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Clare 教授首先找出了一些对基金未来的业绩无关紧要的影响因素，如表4-1所示。

表4-1

无关紧要的因素	超额年回报
金融专业毕业 0.	04%
常青藤院校毕业 0.	04%
硕士文凭 0.	01%
MBA 文凭 0.	055%
CFA 特许金融分析师文凭 0.	10%

数据来源：Clare，Andrew，The Performance of Long-Serving Fund Managers

从表 4-1 中我们可以看到，基金经理的学历对基金业绩没有影响作用。基金经理是否从金融专业毕业，是否从常青藤院校毕业，是否有硕士文凭和MBA 文凭，这些都不重要。那些有 CFA 资质的基金经理，其管理的基金的平均回报比基准好0.1%，也算不上特别显著。

那么有哪些因素对基金未来的表现有至关重要的影响呢？请见表4-2。

表4-2

最重要的因素	影响效果
基金费用	费用越少，业绩越好
基金规模	规模越大，业绩越好
基金策略	价值策略和小股票策略业绩更好

数据来源：Clare，Andrew，The Performance of Long-Serving Fund Managers

Clare教授发现，对基金未来的业绩预测能力最强的三个因素是：

（1）基金费用。费用越少的基金，其业绩越好。这个发现和晨星（Morningstar）做过的一个研究得出的结论类似，即基金费用对基金业绩的预测作用比晨星自己的星级系统都要准。

（2）基金规模。基金规模越大，其业绩越好。这个发现有点争议性，因为有些研究发现恰恰相反，即基金规模和业绩呈现出负相关关系。该研究发现基金规模越大业绩越好，可能受到“幸存者偏差”的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）基金策略。如果专注于价值策略（Value）或者小股票（Small Cap）策略，那么基金的业绩会更好。这个发现和法玛-弗兰奇教授提出的三因子模型理论吻合。

该研究另外一个比较有趣的发现是，要想通过排名来预测基金经理接下来的业绩基本不可能。

举例来说，图 4-1显示的是 2005年排名最靠前的 10%的基金经理（图中深色线）和排名最靠后的 10%的基金经理（图中浅色线）在接下来十年的回报表现。

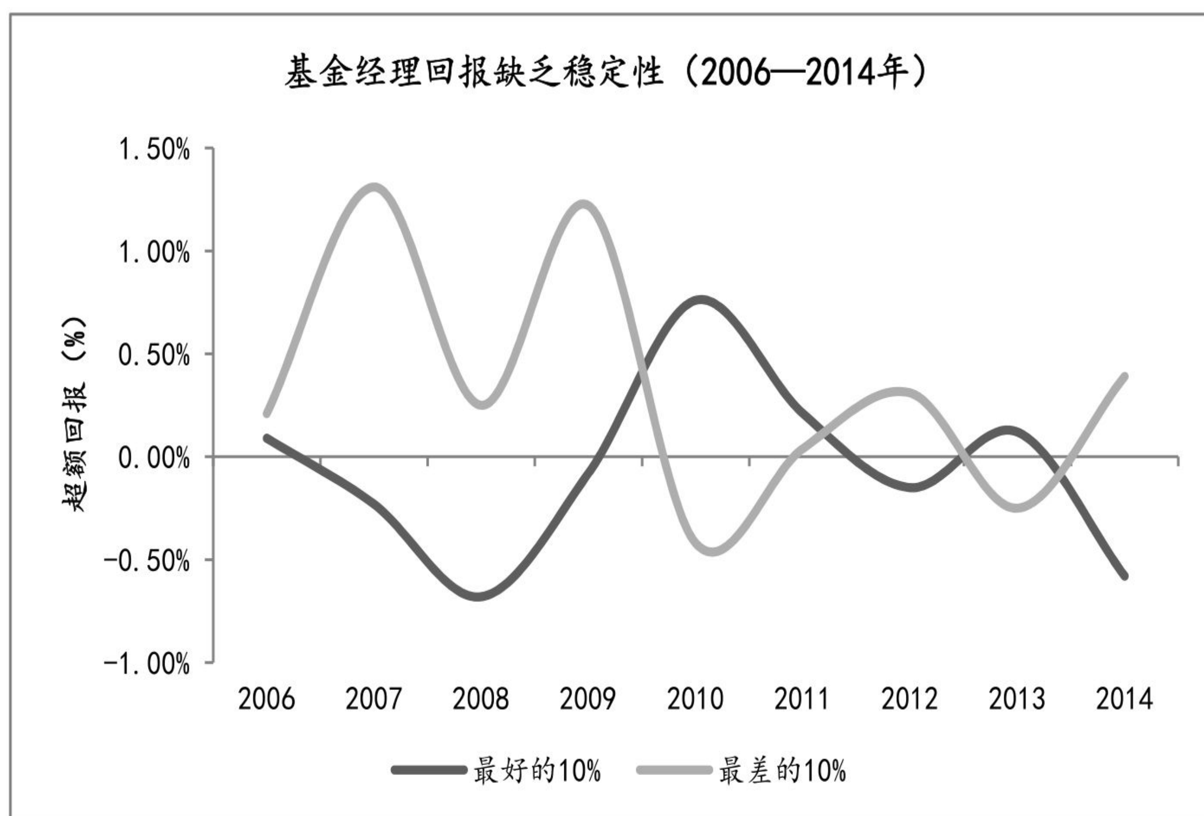


图4-1

数据来源：Clare，Andrew，The Performance of Long-Serving Fund Managers

我们可以看到，2005 年排名最靠前的经理们（就好像本章开头提到的那些 XX强），在接下来的十年中表现非常一般。除 2010年他们获得了 0.5%左右的超额回报以外，在其他年数中基本都落后于基准。而 2005年排名最靠后的 10%的经理们（他们可能都在惴惴不安，害怕自己会被炒鱿鱼），却在接下来的几年中比上榜的“英雄”们表现更为出色。

当然，这并不是让我们以后只挑那些表现最差的基金购买。因为如果把时间维度拉长到十年，无论深色线还是浅色线，其表现都很一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

般。这个例子告诉我们：依靠基金排名或者基金经理排行榜去选基金，非常不靠谱。

在选基金时，很多投资者最容易堕入的陷阱之一是根据过去的短期业绩（比如过去三年）来选基金。但很多证据显示，如此“追涨杀跌”的选基金方法恰恰是最错误的投资方式。

比如图4-2显示的是美国投资者按照“追涨杀跌”的方式选基金得到的历史回报。图中浅色柱子代表的是投资者每年选取过去三年表现最好的基金得到的历史投资回报，而深色柱子代表的是傻瓜型投资者购买并持有该类别指数基金可以得到的回报。我们可以看到，在各个投资类别里（比如大型股票、中型成长股票、小型价值股票等），那些追逐“过去赢家”来购买基金的投资者的回报，都比不上一只最简单的指数基金的回报。

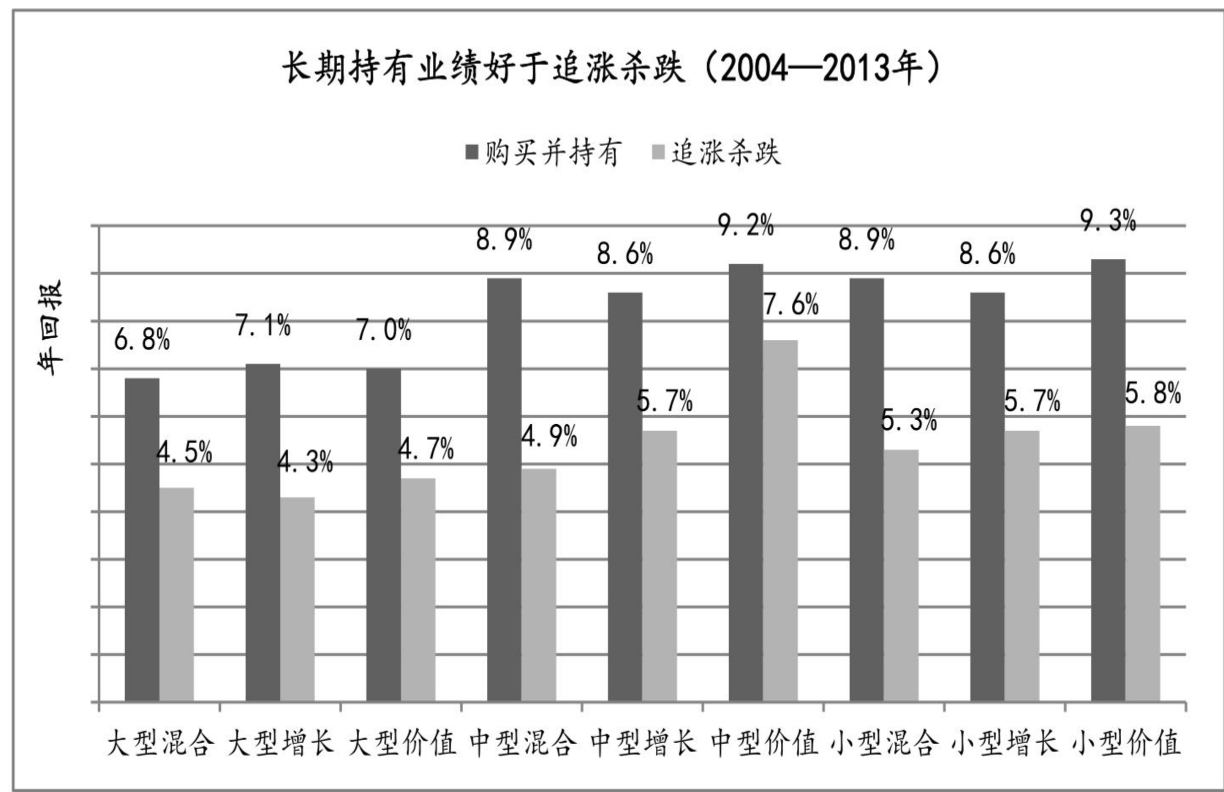


图4-2

数据来源：Vanguard

有些朋友可能会说，你举的都是美国的基金例子，那么在中国靠基金排名来选基金是否能够得到更好的投资回报呢？下面通过一个简单的例子来分析这个问题。

如图4-3所示，我选了A股里面四只历史比较长的基金。事实上从2004年开始就有历史业绩的基金本来就不多，因此这四只基金可以算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是业界翘楚。图中的竖条代表的是该基金当年在同类型基金中的百分比排名，排名越低越好。

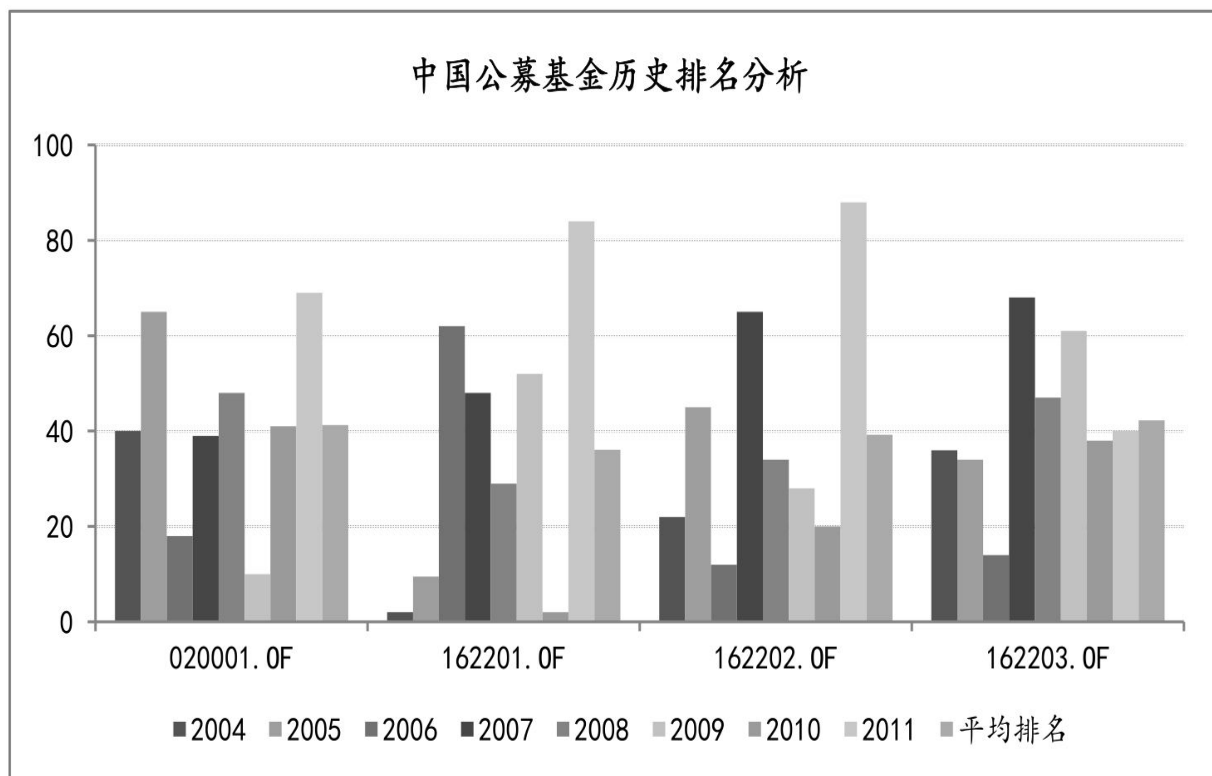


图4-3

数据来源：wind

比如，在2004年第一只基金（020001）的百分比排名是40，代表其业绩排在所有基金的 40%位，也就是说，它比业内 60%的基金的业绩都要好。如果一只基金的排名长期高于50%，那么就说明其业绩长期低于平均水平。

从图 4-3 中我们可以看到，基金的历史排名对其未来的业绩基本没有任何预测作用。

比如在 2004 年，图 4-3 中第二只基金（162201，泰达红利增长混合）的业绩极佳，排在所有基金排名的前 1%。但如果根据该排名买进该基金，到了 2006 年其业绩（60%）就落后于平均水平了。其八年（2004—2011年）的平均业绩在40%左右，虽然高于平均水平，但离所谓的XX榜XX强可差远了。

在 2009 年，020001（国泰金鹰增长混合）的表现非常不错，排名前10%。但如果在 2010年年初买入该基金，投资者在接下来三年（2010—2012年）得到的回报就是40%、60%和40%的排名，也就是一个平均水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上经常发生的情况是，某一年或者两年业绩表现特别好的基金，在接下来的一至两年其业绩会特别差，在统计学上这种现象叫作均值回归（Mean Re version）。因此，挑选那些“明星榜”上的基金的最大风险，就是该基金在接下来的一至两年回归均值，其回报大大落后于投资者的期望。

让我们再来看一个例子，如表4-3所示。

表4-3

基　金 2004	年排名	排名百分比 2014	年排名	排名百分比
国泰金鹰增长 1/160		0.63%	397/600	66.2%
招商股票基金 2/160		1.25%	133/600	22.2%
南方稳健成长 3/160		1.88%	111/600	18.5%
合丰周期 4/160		2.5%	437/600	72.8%
大成价值增长 5/160		3.13%	53/600	8.8%
银华优势企业 6/160		3.75%	115/600	19.2%
合丰成长 7/160		4.38%	526/600	87.7%
华夏成长 8/160		5%	151/600	25.2%
博时价值增长 9/160		5.63%	73/600	12.2%
合丰稳定 10/16	0	6.25%	214/600	35.7%
平均 5.	5/160	3.44%	221/600	36.8%

数据来源：Wind

表4-3中列的是2004年基金回报十大状元，以及这些基金在2014年的排名。在 2004年的大约 160只基金中，这十只基金的收益名列前十，可谓大家眼中的明星。那么十年以后，即 2014年，它们的业绩如何呢？在第四列和第五列中你可以看到，2014 年大约有 600 只基金，而这十大基金的业绩平均排名在221左右，有几只基金甚至落到了平均线以下（即排名超过300）。

这样的发现其实道出了基金界一个大家都不愿过多谈及的真理，即基金的业绩带有很大的随意性。用行外人的话来说，就是运气成分很高。这就好比每年流行歌曲风行榜的排名，风水轮流转，这几年可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能流行乡村音乐，而过几年又流行说唱。但如果让你去预测下一年流行什么（即投资者面临的选择问题），大部分人是猜不到的。

金融媒体热衷于评选各种排行榜，营造那些“投资天才”。因为这是最能够吸引眼球的宣传方法。聪明的投资者需要多读多学，以证据主义哲学为基础，用金融知识来武装自己，擦亮眼睛，防止自己掉入“瞎选”基金的陷阱中。如果没有证据表明自己有能力和优势去挑选基金，那么更好的办法是老老实实做一只踏实的小乌龟，购买并长期持有低成本的指数基金，满足于获得市场平均回报。这种“大智若愚”才是真正的智慧。

4.2 市场很难战胜

在和广大投资者进行交流的时候，我经常告诉投资者，没有证据表明投资者能够在基金经理的帮助下实现战胜市场。其中主要原因并不仅仅因为有些基金经理的水平不够高，还有很多其他重要原因，比如他们的收费太高、激励机制不对、没有达到利益绑定等。

很多投资者表示不相信。毕竟，很多基金经理毕业于重点大学，在大机构有多年的投资经验，如果连他们都无法战胜市场，那么谁还可以呢？

作为证据主义者，今天就让我们来研究一下这个问题：到底有多少基金经理可以战胜市场？

4.2.1 客观评价基金业绩没那么容易

要比较科学地研究基金经理能否战胜市场这个问题并不简单，因为我们需要考虑一些专业问题。首先，欧美的基金行业普遍存在“幸存者偏差”的问题。幸存者偏差指的是表现差的或者不受投资者追捧的基金会被陆续关闭，那么留下来的基金都是那些“幸存者”。它们留下来有些是因为基金经理水平高，有些则是因为运气好。受“幸存者偏差”影响的基金数据库会给投资者一种基金业绩非常好的错觉，无法客观地反映投资者投资基金获得的真实回报。

一个好的基金数据库，需要有非常大而全的基金历史数据，包括那些已经被关闭的基金的历史业绩和其他一些重要指标。

其次，很多基金数据库汇报的基金业绩采用的是“等权重（Equal Weight）”编排方法。等权重的意思是，无论一家基金公司管理的资金规模有多大，其都会被同等对待。假设一个数据库中有两家基金公司，一家管理1000亿，另一家管理 1亿。其中一家赚了 10%，另一家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亏了 10%，那么按照等权重方法算出来的基金行业业绩回报就是 0%。等权重计算方法有可能会高估基金的回报，因为从基金行业的历史规律来看，小规模基金往往业绩更好。而这些小规模基金往往不为人所知，或者采取了一些非常激进的投资方法。

为了修正等权重计算方法产生的偏差，一个更好的处理方法是用“资产权重（Asset W eight）”来计算基金行业的回报。还是用上面的例子，在由两家基金公司（资金规模为 1000亿和 1亿）组成的基金行业中，管理 1000亿资金的基金对整个行业的回报影响是管理 1亿资金的基金的影响的 1000倍。这样的计算方法更加合理。

就像上文中提到的那样，采用等权重方法计算出来的基金行业回报为0%，而采用资产权重方法计算出来的回报为-9.98%（见表4-4）。后者更能体现出投资基金行业获得的实际回报的真实情况。

表4-4

	管理资金（亿）	回　报
基金 1 1		+10%
基金 2 1000		-10%
等权重回报 0%		
资产权重回报	-9.98%	

第三，随着金融系统越来越复杂，各种基金的结构也越来越复杂。因此，要讲清楚一只基金的回报并不像很多人想象的那么简单。举个例子来说，一只大的基金，很可能有不同的投资级别（Share C lass）。不同的投资级别，对投资者的收费不同，因此他们的业绩也会不同。同时，有些基金还会提供杠杆级别（Leverage Class），这样对于该基金的业绩回报来说又多了一层复杂程度。

一个好的基金业绩数据库，需要把这些复杂的数据都清理一遍，只挑选该基金管理资金最多的那个投资级别来代表其业绩。同时任何杠杆级别的回报都应该被排除在外，因为杠杆只是一个放大器而已，并不能提高基金经理的投资水平。

在做好了上面提到的那些工作以后，我们才可能对基金的回报作出比较客观的评价。

4.2.2 SPIVA统计结果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接下来，和大家分享一个标准普尔道琼斯指数公司（S&P Do w Jones Index）发布的季度性研究报告：SPIVA。

SPIVA是 S&P Indic es Versus A ctive Fu nds的简称，意为标准普尔指数对比主动型基金。SPIVA 研究的工作就是遵从一套严谨的科学方法去对比主动型基金的回报和市场回报（标准普尔指数）之间的差别。SPIVA 运用统计方法对上面提到的那些问题都做了系统化的处理，因此是行业内比较权威的研究报告。

SPIVA研究开始于2002年。到目前为止，该研究覆盖的国家/地区包括美国、加拿大、印度、日本、澳大利亚、拉丁美洲和南非。

2016年10月，标准普尔公司发布了SPIVA欧洲地区2016年年中报告。该报告研究了在欧洲地区所有上市的公募基金的历史回报，并将它们分门别类地和各自的市场基准指数进行对比。以下是来自该报告的一些摘要。

图 4-4显示的是美国公募基金经理（截至 2016年 6月）在过去 1年、3年、5年和 10年中无法战胜市场的数量比例。平均来讲，超过90%以上的公募基金经理无论在过去任何时间（1～10年）都无法战胜市场。这个结论不光限于像标准普尔500指数这样的大型股票（Large Cap），在中型股票和小型股票中基金经理也一样无法战胜市场。

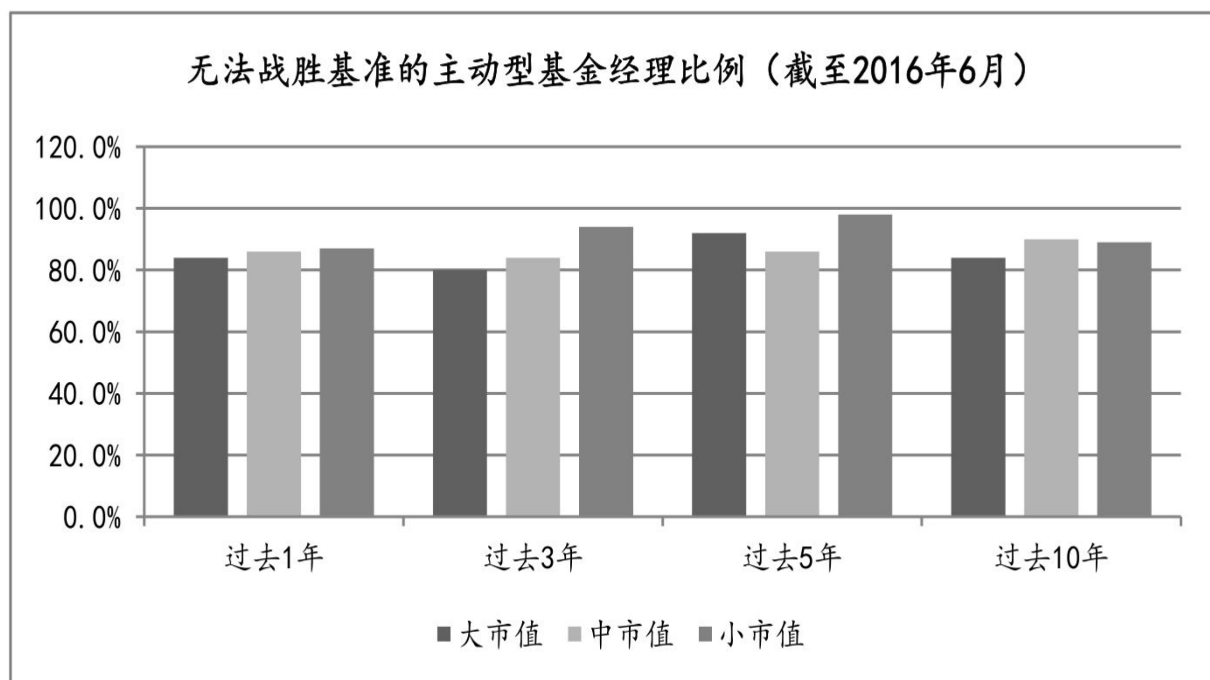


图4-4

数据来源：SPIVA

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些朋友可能会说，像中国这样的新兴市场不如美国或者欧洲那么强有效，因此基金经理能够战胜市场的概率要大很多。这是一个不错的想法，但是有没有证据支持呢？

图4-5显示的是截至2016年6月30日，在过去1年、3年、5年和10年中欧洲主动型基金战胜市场平均回报（指数）的百分比。

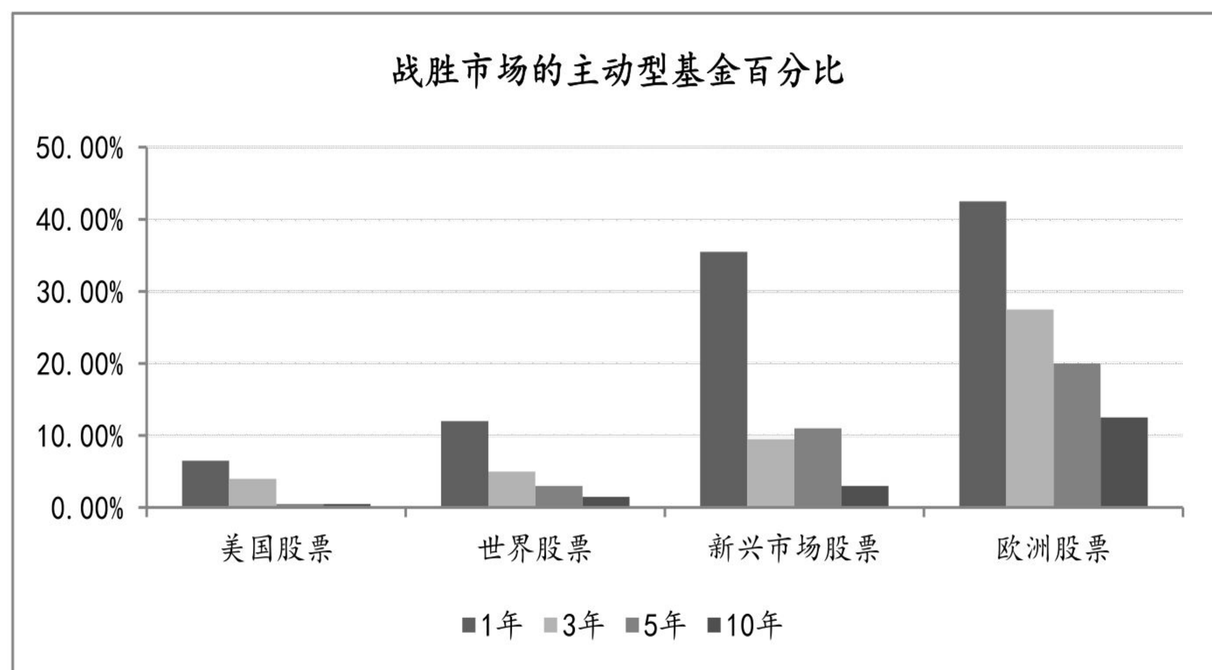


图4-5

数据来源：SPIVA

从图 4-5中我们可以看到，在新兴市场股票类别里，以过去 10年来看，战胜市场平均回报的主动型基金的比例为3%。

所以说，不管在发达市场还是新兴市场，能够在扣除费用后还保持多年战胜市场的基金是非常稀少的。这也为广大基民带来了诸多挑战。

4.2.3 中国的基金经理能否战胜市场

上文提到的 SPIVA 分析，主要针对的是国外的基金经理。那么中国的基金经理业绩如何呢？中国的基金经理是否比国外的同行更厉害，能够持续地战胜市场？这是一个让很多人都很感兴趣的问题。

关于这个话题，很多网络上的讨论和媒体的报道都限于一些“个人意见”，或者大致印象，缺乏科学和系统的数据支持，因此其说服力并不强。在本节中，笔者试图以证据主义哲学标准来好好分析这个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 中国基金业概况

1997 年 11 月，国务院批准并发布了《证券投资基金管理暂行办法》，开启了中国的基金时代（后来该法令被 2012年颁发的《证券投资基金管理公司管理办法》代替）。1998年4月，首批封闭式基金（基金金泰和基金开元）开始发行。2001年9月，中国首只开放式基金华安创新（040001）正式发行。

从此以后，中国的基金行业经历了飞速增长。截至 2017年 2月，中国共有基金管理公司 109家，发行的公募基金的总数量接近 4000只，管理资金规模达到8.8万亿人民币左右。

如图 4-6 所示，在所有的公募基金中，大约有一半的资金量集中在货币基金中。剩下的一半，其管理的资金分布在混合型基金、债券基金和股票型基金中。

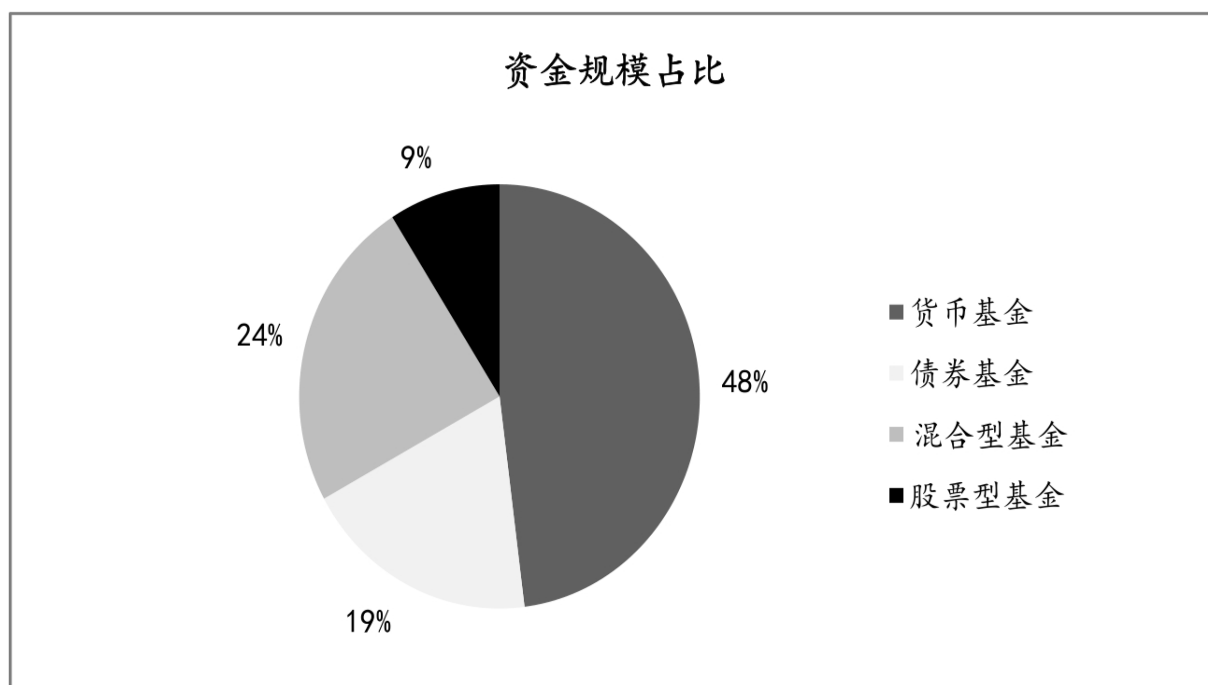


图4-6

数据来源：Wind，2016年数据

相对来说，中国的基金行业是非常年轻的，总共也就不到 20年。因此要对这些基金的历史业绩作出比较客观的评价，我们能够找到的历史数据不多。在接下来的分析中，我们的研究对象以公募基金为主，因为公募基金被要求披露的信息数据比较全，更能够帮助我们得到比较客观公正的结论。

2. 基金经理业绩分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于上面提到的一些原因，关于中国公募基金经理回报的研究有限。在这里和大家分享几个相关的研究。

(1) Su, Roger, Ying Zhao, Ronghua Yi, and Amitabh Dutta, 2012, Persistence in mutual fund returns: evidence from China, International Journal of Business and Social Science 3, 88-94.

在2012年发表的这篇学术论文中，作者统计了2002—2009年42只公募基金的业绩回报。作者发现，在每一年都有不同的基金战胜或者不如基准（沪深300指数），但是没有证据显示这些基金的回报有持续性。

如图 4-7 所示，在一些年份，有超过一半的基金表现战胜市场（图中深色部分）；而在另外一些年份，则有超过一半的基金表现不如市场（图中浅色部分）。从总体上看，基金的表现似乎比较随机，没有一个稳定、清晰的规律，也没有证据表明这些基金能够持续地战胜市场。

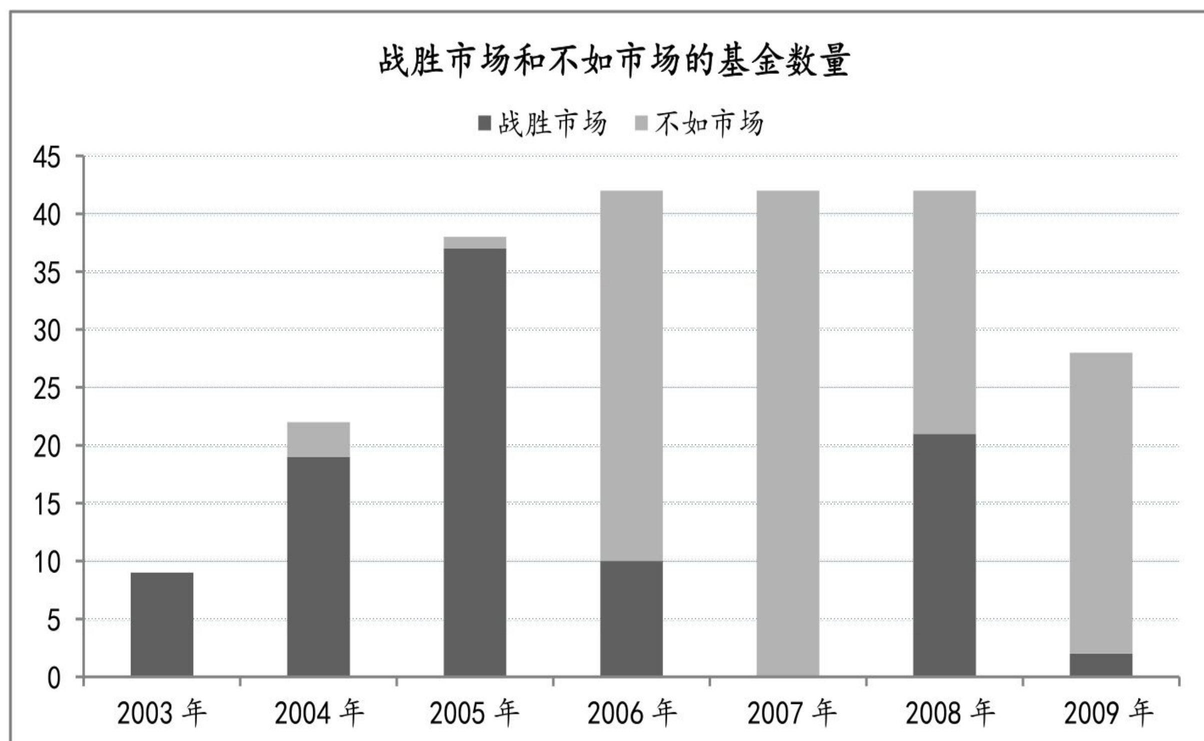


图4-7

数据来源：Su，Roger，Ying Zh ao，Ronghua Yi，and Amitabh Dutta，2012，Persistence in mutual fund returns：evidence from China，International Journal of Business and Social Science 3，88-94.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(2)Yeguang Chi,Perfor mance Eva luation of Chi nese A ctively Mana ged Stock Mutual Funds,2013

在这篇学术论文中，作者统计了 1998—2012年总共 342只股票型公募基金的历史回报。这些基金的历史至少需要达到15个月。

这篇论文的作者得出了几个非常有趣的结论，在这里和大家分享一下。

• 在样本期内的公募基金回报显著高于市场基准。整个基金样本在 14年内创造了每年 5%左右的超额回报，这些超额回报主要来自于公募基金经理挑选股票的能力。

• 中国股票市场存在明显的信息不对称。在公募基金取得的超额回报中，有很大一部分来自于和掌握内部信息的关键人员（比如上市公司高管和最大股东）进行同步的股票操作。

• 中国股市机构投资者的投资回报显著高于散户投资者。基金经理在和股票散户的博弈中占有明显优势。

•机构在A股公司中占股比例越高，公募基金的投资回报越差。随着机构在股市中占有的份额越来越大，要想获得超额回报难度也越来越高。

(3)Dawei Chen,Christopher G an,Baiding H u,An Em pirical Stu dy of Mutual Funds Performance in China,2012

该论文的作者统计了2004—2010年149只股票型公募基金的历史业绩。

研究发现，大约 73%的基金的业绩回报战胜市场基准。平均来讲，所有基金产生的超额回报为每月0.48%，即每年5.76%左右（见表4-5）。

表4-5

阿尔法＞0	109
阿尔法＜0	40
平均阿尔法 0.	48%

数据来源：Dawei Chen，Christopher Gan，B aiding Hu，An Empirical Stud y of Mutual Funds Performance in China，2012

同时该研究显示，中国公募基金经理创造的超额回报几乎全都来自于挑选股票的技能（Stock p icking s kill），而非择时技能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（Market timi ng sk ill）。没有证据表明公墓基金经理有能力通过择时来创造阿尔法。

(4)Halil K iymaz,A perform ance e valuation of C hinese m utual fu nds,International Journal of Emerging Markets,V 10,No.4,2015

该论文的作者统计了2000—2013年1037只公募基金的历史业绩。研究显示，该样本期内的公募基金能够为他们的投资者创造正的阿尔法。超额回报在激进型基金中最为明显，在QDII基金中没有发现超额回报。

同时作者发现，中国的公募基金表现缺乏稳定性，每一年的基金业绩表现相差很大。这个发现意味着投资者如果靠基金过去的历史业绩来选择购买基金，那么接下来他们很可能会失望而归。

(5)Wang Sul,Yu Tae,Chang Gyu,The Evaluation of Chinese Mutual Funds Performance,2006

该论文的作者统计了2002—2004年65只公募基金的历史业绩，统计样本量包括48只封闭式基金和17只开放式基金。

研究显示，公募基金总体上产生正的阿尔法。这些正的超额回报主要来自于开放式基金。在封闭式基金中，大约有46%的基金的超额回报为负。基金经理们创造的超额回报主要来自于他们挑选股票的能力，而非择时能力。

3.总结过去

从年龄来看，中国股市是一个非常年轻的市场。从市值规模来看，中国的股市仅次于美国，是一个体量巨大的市场。

从交易量来看，中国股市散户的交易量占到市场总交易量的80%左右，而机构和法人的交易量加起来只占到20%左右。所以中国股市的特点就是，占有股份不多的小股东，以非常高的交易频率在股市里买进卖出。

这种特点导致股市中可能会有很多噪声（Noise），即脱离股票基本面的无意义波动。比如2016年11月，在媒体报道特朗普逐渐取得大选领先时，川大智胜逆市大涨6%；2014年，文章出轨，伊利股份大跌4%；2013年，李天一被抓，ST天一跌停；2012年，奥巴马连任美国总统，澳柯玛涨停。这样的例子还有很多。

在这样的市场中，有信息、数据和知识优势的基金确实能够利用这些因素攫取超额回报。上面列出的证据表明，在过去的15年中，中国的公募基金经理总体上做到了战胜市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时研究表明，这些超额回报主要来自于以下途径。

首先，信息不对称。如果能够更快地得到关于上市公司的内幕消息，并且在第一时间作出交易决策，那么就有可能领先一步获得更好的回报。

2017 年 1 月，中国私募基金某投资管理的创始人徐某被判处有期徒刑五年六个月同时并处罚金。据媒体报道，法院经审理查明，2010年至2015年，被告人徐某单独或伙同被告人王某、竺某，先后与13家上市公司的董事长或实际控制人，合谋控制上市公司择机发布“高送转”方案、引入热点题材等利好消息；徐某、王某基于上述信息优势，使用基金产品及其控制的证券账户，在二级市场上进行涉案公司股票的连续买卖，拉抬股价。徐某组织实施了全部13起证券交易操纵行为，从中非法获得巨额利益。

这样的案件说明，内幕交易是能够获得超额回报的最稳妥策略。当然，从事非法内幕交易的风险也是巨大的，这样的基金经理早晚会受到法律的制裁。

其次，基金经理提供的阿尔法主要来自于他们挑选股票的能力，而非择时能力。这一点对于很多投资者来说非常重要。笔者经常收到类似于以下问题的投资者提问：我在基金定投时，是否应该在低点加仓买入，在高点减仓或者卖出？现在市场看上去很贵，我是不是该等一个月再进场？择时，对于很多投资者来说有巨大的诱惑。但是研究显示，即使是以炒股为业的基金经理，也没有可靠的择时能力，更何况普通的散户投资者？广大投资者要对自己是否拥有通过择时来获取投资回报的能力有清醒的认识。

4.展望未来

展望未来，主动型基金经理要想继续获得超过市场平均回报的超额回报，其面临的挑战将会越来越大。这其中有如下几个主要原因。

首先，随着证监会对资本市场的监管越来越严格，想要通过非法内幕信息来获取交易回报将变得越来越难。当然，即使是海外成熟市场，也无法完全杜绝内幕交易（比如美国的 SAC 案件）。但是从趋势来讲，这将变得越来越难，基金经理们敢以身试法的比例也会越来越低。

其次，中国股市的投资者结构正在悄悄地发生变化。图 4-8 显示的是上交所投资者结构变化。我们可以看到，在 2007年时，上交所上市公司的流通股主要在个人和机构投资者手中。但是到了2014年，法人股占到所有流通股的60%左右。其主要原因在于上交所上市公司以国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有企业为主，原限售股占比高。随着限售股解禁，一般法人的持股占比迅速上升，超过了个人和机构投资者。

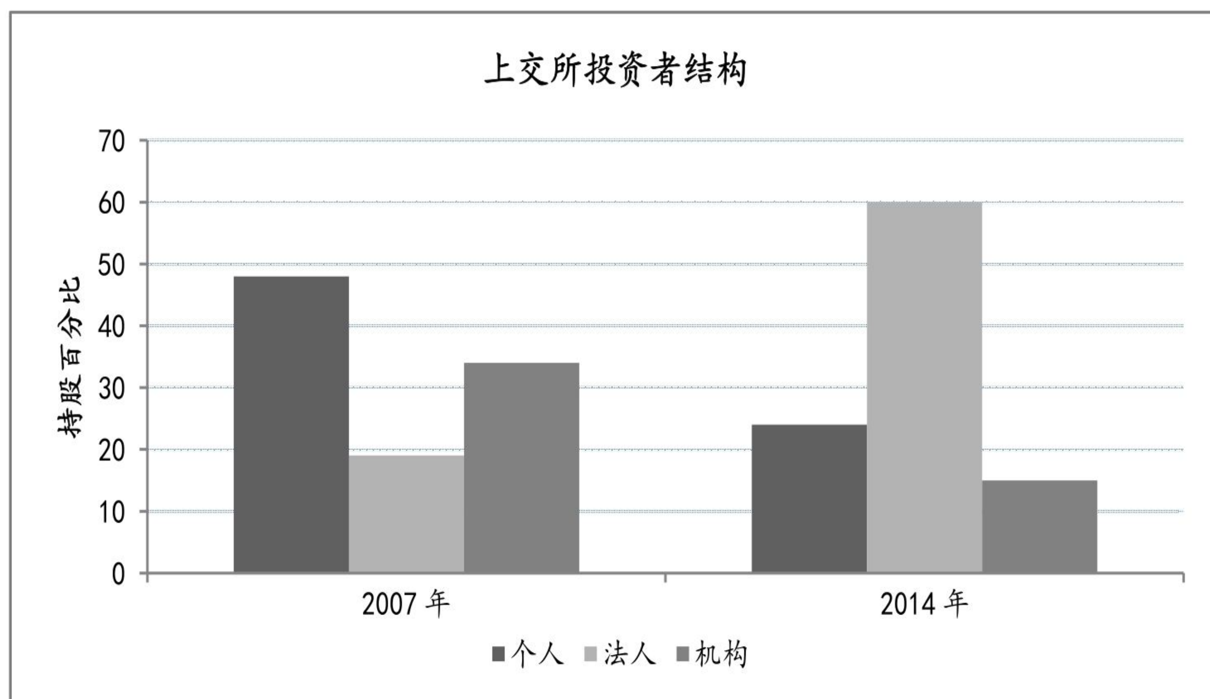


图4-8

数据来源：上交所统计年鉴

投资者结构的变化带来的影响之一，就是能够让机构割的“散户韭菜”将会越来越少。同时，散户投资者的投资教育程度不断提高，也导致“瞎买瞎卖”的投资者日益减少。

最后，中国的基金数量经历了快速增长。目前在二级市场上公募基金有4000 多只，外加1万多只私募基金。同行之间的竞争大大提高了市场的有效程度，也让任何一只基金战胜市场变得更加困难。像上文中提到的跟着公司内部人员买卖股票的策略，被越来越多的投资者获知。如果有足够多的投资者通过这种方法去投资股票，那么该方法提供的阿尔法就会渐渐消失。

投资者需要明白的是，在如此众多的基金中，鱼龙混杂，好的和差的基金所承担的风险和提供的回报可能相差几十倍，甚至更多。因此，如何沙里淘金，选出优秀靠谱的基金经理，是主动型基民面临的最大挑战之一。

一个聪明的投资者，应该根据自己的实际情况选择最合适的投资方法。如果有证据表明自己有能力挑选股票，或者挑选基金，那么就应该继续坚持主动型投资策略，通过挑选优秀的基金经理来提高自己的投资回报。如果没有证据显示自己有这方面的能力，那么更好的策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

略是选择一揽子指数基金，秉承多元分散、控制成本的原则，通过长期持有来获得投资回报。

4.2.4 挑选基金经理的难处

上面的研究结果显示，绝大多数主动型基金经理在扣除费用后无法战胜市场，同时每年的基金排名对于投资者来说也没有多大的价值。因此，投资者只要参加“选基金”的游戏，还没有开始就已经输了。

当然，这并不代表主动型基金经理没有存在的意义。事实上，一个市场的有效性有赖于这些主动型基金经理和主动型投资者的贡献。正是因为世界上有这么多主动型基金经理和投资者每天在那里不停地分析股票，找到低价洼地，弥补价差漏洞，我们的市场才会变得有效。

那么，世界上有多少个这样的主动型基金经理呢？截至 2016年年底，世界上大约有 9 万只公募基金。截至 2015 年年底，美国有9000 多只公募基金。截至2017年11月，中国有4000多只公募基金。所以说，这个世界上是不缺主动型基金经理的。

如此多的主动型基金经理，除让市场变得更加有效之外，还给投资者带来了一个大难题：如何去粗取精，选出真正有水平的基金经理？

即使经过精挑细选，投资者找到了一个优秀的基金经理，但是离获得他所期望的投资回报也还是有很远的距离的。主要原因在于，基金经理都是要收费的。主动型基金经理再优秀，如果收费太高，那么投资者还是无法从投资其管理的基金中获利。因为基金经理创造的额外价值都被作为费用收走了。这也是为什么我们看到基金经理赚得盆满钵满，而投资者却哑巴吃黄连，有苦说不出的主要原因。

对于投资者来说，选到一个好的基金经理只是第一步，更重要的工作是通过付出合理的价格来获取该基金经理的技能。当然，如果投资者无法和基金经理讨价还价，那么他能做的只能是捂住自己的钱袋，去投资费用更加低廉的其他基金或者指数基金。

美国第三大养老基金 CALSTRS（California Sta te T eachers’ R etirement System，加州退休教师基金会）的 CEO，Jack E hnes曾经说过：最好的提高投资回报的方法，是降低投资费率，而不是寻找更为出色的基金经理。这句话真是点中了要害，向投资者揭示了真正的“投资秘籍”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.3 基金经理的借口

基金经理被诟病收费太高，无法为投资者创造价值，可以想见他们一定是非常沮丧和愤怒的。因此，也有不少基金经理愤而反击。对于这个问题，美国著名的金融投资作家 Larry Swe droe写过不少相关的文章，分析了一些基金经理们比较常用的借口。在下面的文章中，我会挑选两个相关的例子和读者朋友们分享并分析一下。

（1）股票间的相关系数（Correlation）增加了，因此挑选股票变得更难了。

这个借口经常被股票型基金经理使用，其逻辑是：我的工作是从一堆烂股票中挑出好股票。但是如果股票间的相关系数上升了，这也就意味着好股票和烂股票一起同升同跌。在这种情况下，纵使我挑出了好股票，也很难战胜市场。

问题在于，这样的说法毫无事实根据。图4-9显示的是标准普尔500指数中股票间的相关系数指数（Correlation Index）。该指数的数值越高，说明股票间的相关性越强。



图4-9

数据来源：彭博

我们可以看到，美国股票之间的相关性，在 2008年金融危机期间达到顶点。因为那时候所有股票，不管好坏都一起往下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是从 2012年以来，美国股票之间的相关性基本每年都在逐渐降低，而不是升高。可见所谓的“相关系数升高”导致基金经理业绩不佳的说法纯粹是空穴来风，根本经不起“证据主义”的推敲。

（2）标准普尔500指数不是一个公平的比较基准。

这是另一个被很多基金经理使用的借口。目前在美国，标准普尔 500 指数是一个行业内的标杆，被很多大型机构和银行作为衡量基金经理专业能力的基准。但是从严格意义上说，标准普尔 500 指数并不是一个完全基于规则的纯市值加权指数。

很多人以为标准普尔 500 指数中的成分股就是美国市值最大的 500 家公司。这是一种非常普遍的误解。

事实上，标准普尔 500 指数中的成分股组成，基于一套比较复杂的指数编排规则（该规则可以从标准普尔道琼斯公司官方网站上下载）。其成分股（截至2017年12月，成分股数量为460只左右）的增加和剔除取决于很多因素，包括市值、流动性、公司总部、公司盈利情况等。在这些规则之上，标准普尔 500 指数包括的股票成员，最后需要由一个专门的委员会来拍板决定。而有时候这个委员会的决定完全基于人为的主观判断。

举个例子来说，2008 年金融危机雷曼兄弟宣告破产的时候，另外一家大公司也在破产的边缘苟延残喘，那就是美国国际集团（AIG）。但是后来美国政府宣布出手救助国际集团，并且在国会中紧急通过不良资产救助计划（TARP）购买并持有国际集团大约 90%的股份。标准普尔 500 指数的编排规则规定，其中每一只股票都需要有至少 50%的股份在市场上流动。美国政府出手救助国际集团，导致该公司在市场上流动的股份只剩下 10%，根据规则应该被剔除出标准普尔500指数。

当时的标准普尔 500 指数委员会基于人为的判断，认为如果在那个时候将 AIG 剔除出指数的话，则会导致更大的市场动荡，因此决定不顾这个规则要求将美国国际集团继续保留在指数内。几年后，美国政府将美国国际集团的股份卖回给公司，这样公司的流通股再次回升到 50%以上，又符合了指数标准。但是在这几年内，国际集团一直是标准普尔 500 指数的成员，并没有被剔除出指数。

因此，从严格意义上说，标准普尔 500 指数也是一个主动型选股基金。该基金的经理就是决定哪些公司有资格被编入标准普尔 500 指数的委员会。因此，那些无法战胜标准普尔 500 指数的基金经理，往往用这个理由来证明自己输的不是市场，而是委员会里的几个“神人”。

问题在于，这样的借口也很难经得起“证据主义”的检验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下面比较的是1957—2016年美国标准普尔500指数和CRSP指数的历史年回报。CRSP 指数由芝加哥的 CRSP 数据库编排，完全基于市值等量化指标，没有任何人为干扰因素。我们可以看到，两个指数在过去60年的历史回报几乎一模一样，都是每年 10%左右（见表 4-6）。也就是说，有没有委员会的干预，几乎没啥差别。

表4-6

1957—2016 年	年回报
标准普尔 500 指数 10%	
CRSP 指数 10%	

数据来源：彭博社

事实上，根据美国教授西格尔 [2] 的研究显示，标准普尔 500 指数委员会的设立完全就是画蛇添足，狗尾续貂。委员会成员作出的人为决定对于指数回报没有任何价值贡献，只有拖累。

西格尔教授用不同的方法计算了从1957年到2003年（46年）的标准普尔500 指数的历史回报。他发现如果没有委员会那些人为的干预，标准普尔 500指数的回报为每年 11.30%～11.40%（取决于指数如何编排）。而增加了人为干预的指数回报，则仅为每年10.85%（见表4-7）。也就是说，标准普尔500指数委员会的设立，反而降低了标准普尔 500 指数的回报，真是白白浪费了公司的资源。

表4-7

1957—2003 年	年回报
标准普尔 500 指数 10.	85%
没有人为干预的标准普尔 500 指数 1	1.30%～11.40%

数据来源：Jeremy J.Sie gel and Je remy D.Schwartz，The Long-term R eturns on th e Original S&P 500 Firms，（2004）

这一研究结果恰恰进一步证明了市场的有效性，以及想要战胜市场有多么困难。标准普尔道琼斯公司选入其指数委员会的成员，都是公司能够找到的德高望重和经验丰富的投资专家。即使是这些专家，也被证明无法进一步提高一个单纯的市值加权指数的投资回报。对于那些向投资者夸下海口承诺自己可以轻松战胜市场的主动型基金经理来说，这应该是一记最响亮的“证据主义式”的耳光吧。

4.4 我们应该怎么办

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诸多研究表明，基金经理的业绩排行榜就好似“铁打的营盘流水的兵”。虽然看上去热闹非凡，但是如果投资者真的依靠这些排名去选基金，则很难获得自己所期望的投资回报。

金融机构和媒体深谙“排名”这种形式对投资者的诱惑力。在这么多排名前，我们就好比参加一场跑马大赛，可以享受选马的乐趣，但在享乐的同时也失去了自己本应获得的更好的投资回报。

一个聪明的投资者，要理解这场“投资选美”大赛背后的逻辑。如果没有把握选到未来表现好的基金经理，那么就应该拒绝参加这种不利于自己的游戏。老老实实购买并持有低成本的指数基金，满足于获得市场平均回报，要比在基金经理排行榜中追逐“水中月”的投资策略靠谱得多。

---

[1] Clare,Andrew,The Performance of Long-Serving Fund Managers (September 8,2016).

[2] Jeremy J.Sie gel a nd Je remy D.Sc hwartz,The Long-term Retu rns on the Orig inal S&P 500 Firms,(2004)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章 简单的事情复杂化

巴菲特曾经说过，如果对方无法用几句简单的话把他的商业模式讲清楚，那么这很可能就不是一个好主意。

但是在金融投资领域，恰恰有不少金融机构，故意把原本一些比较简单的投资产品加上不少人为的复杂因素，让投资者感觉云里雾里。这些机构这么做的原因有两点：首先，基于更为复杂的金融产品，金融机构更容易多收一层费用；其次，对于复杂的投资产品，老百姓不太容易搞懂该产品有多大风险，回报算不算好。因为不容易搞清楚，所以售卖这些产品的金融机构更有机会浑水摸鱼，蒙混过关。

在本章中，我会通过几个具体的例子和读者一起分析这个问题，并且提出解决之道。

5.1 销售人员更喜欢卖复杂的产品

假设你是一位理财顾问，或者银行理财部门的销售经理。现在有两个理财产品让你销售给客户，如图5-1所示。





图5-1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一个产品是“沪深 300 指数基金”。这是一个非常简单的股市理财产品，投资者的期望回报和股市大盘趋同。股市上涨，投资者就赚钱；股市下跌，投资者就亏钱。你可以从销售该产品中获得0.1%的中介费。

一些聪明点的投资者，可能懂得自己动手去场内购买指数 ETF，这样他们就不会从你这里购买这个产品了。但是没关系，还有一些大爷大妈，一辈子没有开过股票账户，他们还是有可能会成为你的客户的。

第二个产品是“人工智能大数据私募基金”。由于这个产品带有非常多的高科技属性，因此收费比较贵，而且销售该产品的佣金也高（比如申购费1%，中介费 2%，还有业绩提成）。基金经理号称预期回报 20%，但事实上没人搞得懂这个回报是怎么得来的。也没人搞得懂该策略过去的历史实际回报在扣除费用后究竟为多少、持续多少年等。由于这其中涉及很多关于电脑程序深度学习的商业机密，因此没人知道其底层的算法和逻辑。反正它就是一个非常神的理财产品。

你会选哪一个产品去卖？答案很简单，当然是人工智能大数据产品。为什么？这其中有如下几个原因。

首先，人类天生有“复杂崇拜”。

在我们上学时，一定都有过这样的经历。几个学霸在那里讨论一道数学证明题，你在边上听的时候，感觉云里雾里，不太明白他们到底在说什么。但有一点是肯定的：他们讨论的问题很复杂，这些人很聪明！

购买理财产品的投资者，面临的情况也是类似的。理财顾问如果向投资者推荐一只简单的指数基金，投资者可能会提出质问：这么简单的东西，我自己也可以去买呀。我要你干什么？我凭什么付给你费用？

但是如果你跟他说，谷歌公司的“阿尔法狗”听说过吗？赢了所有人类职业围棋高手。我这只人工智能大数据基金就是基于类似的深度学习Algorithm 的。啥？你英语不好，不知道 Algorithm 什么意思？没关系，没几个人懂。是不是一下子让人产生“高大上”的感觉？

因此，对于很多投资者来说，理财产品越复杂和神秘，越让人看不懂，反而越让他们觉得高级，是很厉害的投资产品。

其次，向投资者销售复杂的金融产品，给销售人员带来的另一个很大的好处，就是你会有不断的回头客。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果理财顾问或者销售人员向投资者售卖了一只低成本指数基金，并且让他耐心地长期持有，那么他们就把自己消灭了。因为这个投资者购买了该产品后，可能接下来 5 年、10 年甚至更长的时间都不需要理财顾问或者基金销售了。这可怎么办？

但是如果理财顾问向投资者推荐了一个大家都看不懂的复杂产品，那么情况就大不相同了。

当一个投资者选择购买一个复杂的连他自己都看不懂的理财产品时，就好像抄同班的学霸的作业一样，他可能连题目都看不懂，但是他知道，学霸写的答案，准没错！

如图 5-2 所示，投资者对于复杂的理财产品的心理状态也是一样的。他自己不懂这样的产品获得回报的原理，但是他心里确信，这个基金经理很聪明、很厉害，买他的产品一定赚钱。

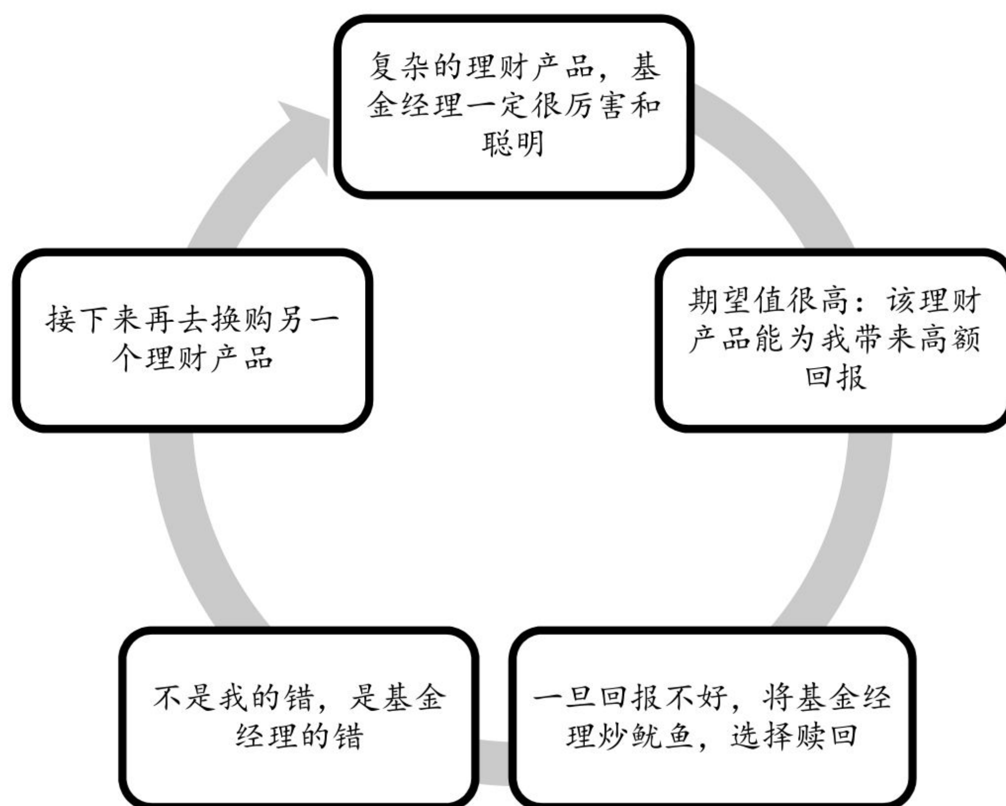


图5-2

因此，在投资者心中，对这样的投资产品是有很高的期望值的。这就好像学霸的作业一样：虽然我不懂，但学霸你一定得正确；如果连你都做不对，那我干吗还要抄你的作业？

有研究[1]显示，当我们预期自己会赚钱时，大脑中分泌的多巴胺会增多，并为我们带来快感；而当我们被告知自己亏钱时，脑中的化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学反应发生逆转，不光没有了快感，甚至感到反胃。因此，购买了自己不懂的理财产品后的投资者，对于该产品的投资回报有非常高的敏感度。

但是我们知道，在很多时候，2～3 年的投资策略的回报是带有很强的随机性的。有时候基金经理运气比较好，恰逢一个大涨的时机，基金可以获得很好的回报。但是运气女神来无影去无踪，再好的基金经理，在运气不好时其回报也可能让人大失所望。

当基金的回报不好时，投资者就好像抄了作业但还是被批错的学生，他会感到失望、愤怒和气馁。他感到自己被学霸骗了。号称高智商的尖子生，其实也不过如此嘛。

但是这并不代表他会从此专心去好好学习。这个学霸不行，下一次换一个学霸试试。广大投资者的心态恰恰如此：这只基金不行，我就把它卖了，然后去选购下一只基金。反正市场上基金那么多，只要我愿意埋单，不愁没有基金让我选。

对于理财部门的销售人员来说，这样的投资心态简直就是大金矿！如果投资者买到了赚钱的理财产品，他会感谢你，甚至可能把你视为挚友，请你吃香喝辣。如果投资者买到了亏钱的产品，他会把那个基金经理炒鱿鱼，但是他还会需要买下一个理财产品。作为销售人员，你的工作岗位是安全的，你总有东西可以卖！

所以说，把简单事情复杂化，向投资者推销没人看得懂的复杂金融产品是一种非常有效的销售策略。投资者喜欢购买复杂的产品，而销售人员也能从复杂的产品中获得更高的收入。这是真正的双赢：大家都乐意！

问题在于，有很多研究显示，越是简单的投资策略，反而越能为投资者带来更好的投资回报。

比如一项关于资产多元配置的分析[2]显示，不管用多复杂的手段去优化一个多资产投资组合，其投资回报还不如最简单的一分为 N 的投资策略。即使你没有上过大学，也能轻松理解把自己的财产一分为 N 的投资逻辑，而且还能获得比那些复杂的金融模型倒腾出来的策略更好的投资回报。

另一项研究[3]显示，简单、长期持有的“聪明贝塔”投资策略，在扣除交易费用后得到的回报，要比那些高度复杂的“聪明贝塔”投资策略获得的回报更好。

2007 年，巴菲特和 Protégé 公司设定了一场赌局——Protege 可以任选 5只组合基金（FOF），而巴菲特选的是一只低成本的标准普

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔 500 指数基金。这是一场简单（标准普尔 500 指数基金）和复杂（约 100 只各种对冲基金）之间的终极对决。

在 2016年的《伯克希尔哈撒韦致股东信》中，巴菲特公布了过去9年对赌双方的相关业绩。Protege 所选的 5 只组合基金在过去 9 年中总回报介于2.9%～62.8%之间，而同期标准普尔 500指数基金的回报为 85.4%。5只组合基金平均年回报为2.2%，而同期标准普尔500指数基金年回报为7.1%。在这场较量中，以复杂见长的对冲基金完败于简单的标准普尔500指数基金。

简单、低成本、沉得住气的策略，轻而易举地战胜了复杂、多变、没有人看得懂的投资策略。

在接下来的章节中，我会给大家举几个简单产品复杂化的具体案例，并给出一些建议，帮助大家认清这个投资陷阱，提高自己的抵抗力。

5.2 简单事情复杂化的完美案例

下面我将用一个具体案例来帮助大家更好地理解“简单事情复杂化”的销售伎俩。为了避免不必要的纠纷，在这里我将涉及该案例的具体公司名称隐去。

这个理财产品的名称叫作“珠海 QS 股权投资中心”，营销方是一家名为“NY财富”的第三方财富管理机构。根据其介绍材料显示，“珠海 QS股权投资中心”是一只母基金（Fund of Funds，FOF）。管理该母基金的基金经理是GF资产管理有限公司，它是“NY财富”的子公司。

那么这只母基金的投资策略是什么呢？

根据相关材料显示，该母基金中70%左右的资金被投入到一只名为“HX三期人民币基金”的私募股权基金中，剩下的 30%左右的资金被直接投入到一些一级市场上的跟投项目中（见图 5-3）。跟投项目的意思是，该母基金的经理会跟在一些比较有名的私募股权基金经理后面进行投资，他们投什么，该基金经理也投什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

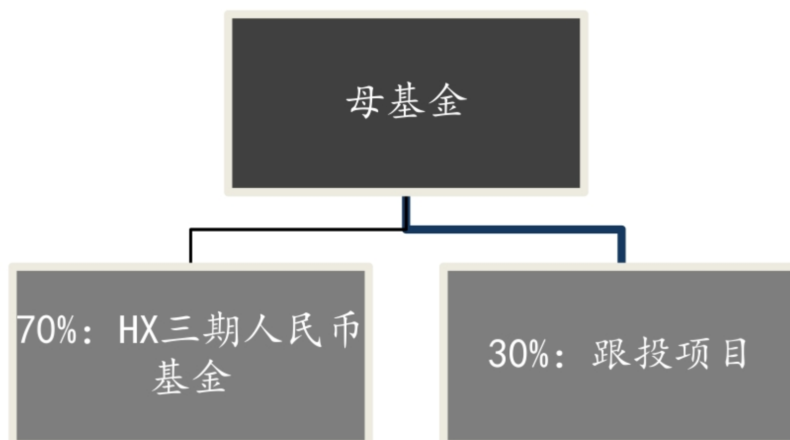


图5-3

一般来说，母基金对投资者提供的价值主要在于挑选不同的基金（比如对冲基金、私募股权基金等），将这些基金组合起来，发挥多元分散的优点，帮助投资者提高风险调整后收益（Risk adjusted return）。但是本案例中的这个投资策略和母基金没有一丁点关系。

对于那些被投入到“HX三期人民币基金”中的资金来说，母基金的存在就是一个简单的中介（见图 5-4）。母基金层面的经理完全没有做任何基金筛选和投资组合的工作，也没有起到任何降低投资风险的作用。到最后 HX 三期人民币基金有多少盈亏，在扣除母基金层面的各种费用后，直接传递到母基金的投资者手中。

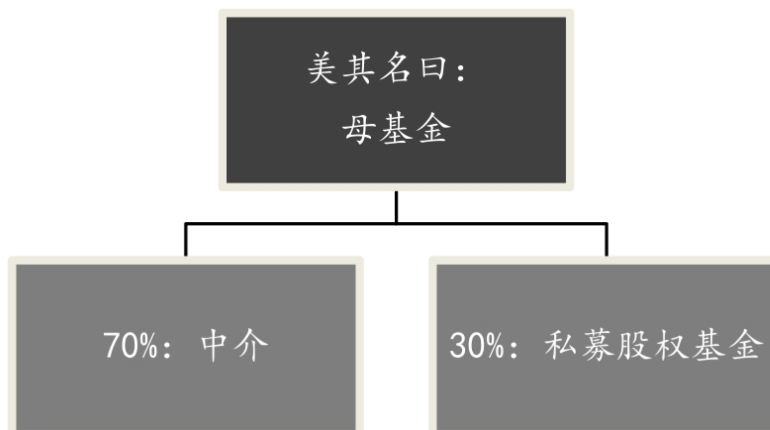


图5-4

如果投资者真的对 HX 基金感兴趣，甚至可以百度一下该基金的相关信息，然后联系对方直接投资。投资者完全没有必要购买这么一款复杂和昂贵的理财产品。

在有些案例中，子基金有一定的投资门槛（比如 5000 万元人民币以上）。这样的投资门槛，对于一些中小投资者（百万元人民币级

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别）来说有些高不可攀。这些投资者，可能只能通过母基金的方式投资自己喜欢的子基金。当然，通过这种方式进行投资，投资者付出了更多的投资成本，到最后是否划算，还需要仔细地算一笔账。

对于剩下的 30%的资金，它们得到的服务和母基金更加风马牛不相及。由于这些资金被直接投入到一些一级市场上的投资项目中，因此这就是典型的私募股权基金。

投资者应该问的问题是：这个母基金经理的能力圈到底在哪里？如果是筛选基金，那么该经理的能力并没有在这个产品中得到体现（因为它只投了一只基金）。如果是做私募股权投资，那么它的历史投资记录如何？有没有证据显示该基金经理有在一级市场上投资的能力和经验，能够慧眼识珠找到下一个“独角兽”？

这款基金产品期限为 4+3+1+1，也就是 4年投资期，3年退出期，GP有权延长两次，每次1年。

这是“简单事情复杂化”的又一个典型例子。这样的产品期限条款，简单来说，就是资金需要被锁定 9 年。因为在投资期拿到投资回报是非常罕见的，一般投资者至少需要等到退出期。至于最后到底什么时候拿到投资回报，基金经理（GP）说了算。所以从投资者（LP）的角度来说，需要做好资金至少被锁定9年的准备。

下面我们再来说说这款产品的收费。

图 5-5 总结了这款产品在各个层级的各项收费，真是让人眼花缭乱，叹为观止。

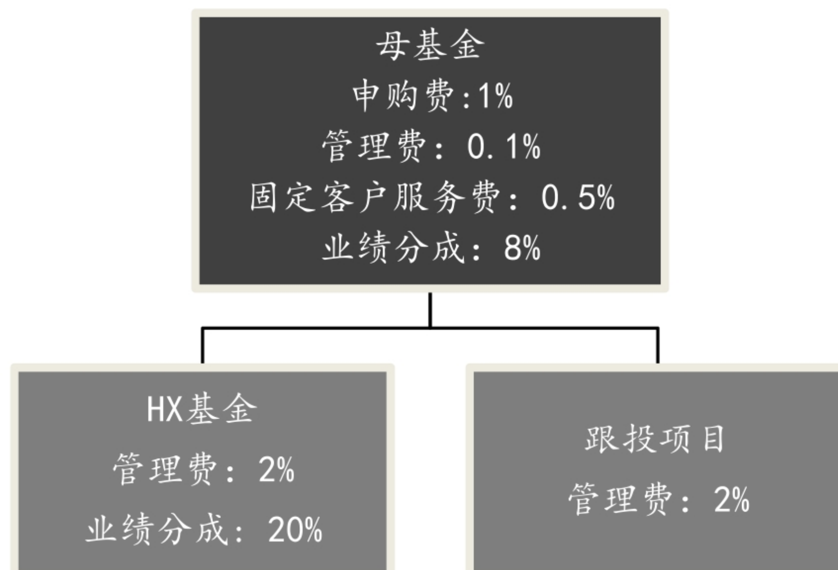


图5-5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于70%投向HX基金的资金来说，在基金层面需要被收取2%的管理费和 20%的业绩分成。同时，在母基金层面需要被收取 1%的申购费、0.6%的管理费（0.1%+0.5%），以及 8%的业绩分成。所以加起来总费用为 1%的申购费、2.6%的管理费和两层业绩分成。

对于 30%投向跟投项目的资金来说，投资者被收取的费用包括：1%的申购费、2.5%的管理费（2%+0.5%），以及8%的业绩分成[4]。

现在假设底层的 HX 基金在费前获得 20%的内部回报率（IRR），来算一下基金经理和投资者的收入分成。20%的 IRR，是属于比较乐观的估计。为了把问题讲清楚，我们暂且假设基金经理水平很高，能够获得20%的IRR。

首先，HX 基金会扣除其管理费（2%）和业绩分成（20%），总计5.6%左右。

然后，母基金会扣除管理费、固定客户服务费和业绩分成，总计1.7%左右。

这样一来，投资者剩下的回报为 12.7%左右。这里还没有算上申购费（1%的一次性费用），以及母基金和底层基金的其他费用。如果把这些费用算上，那么投资者能够拿到手的净回报更低。

也就是说，在该基金表现比较好的乐观情况下，投资者最多只能分到60%左右的投资回报，其他 40%左右的投资回报都进了基金经理的口袋（见图 5-6）。如果该基金投资表现不好，那么该大饼的分法会对投资者更加不利，而对基金经理更加有利（因为申购费、管理费等费用雷打不动，不管盈亏都会收取）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

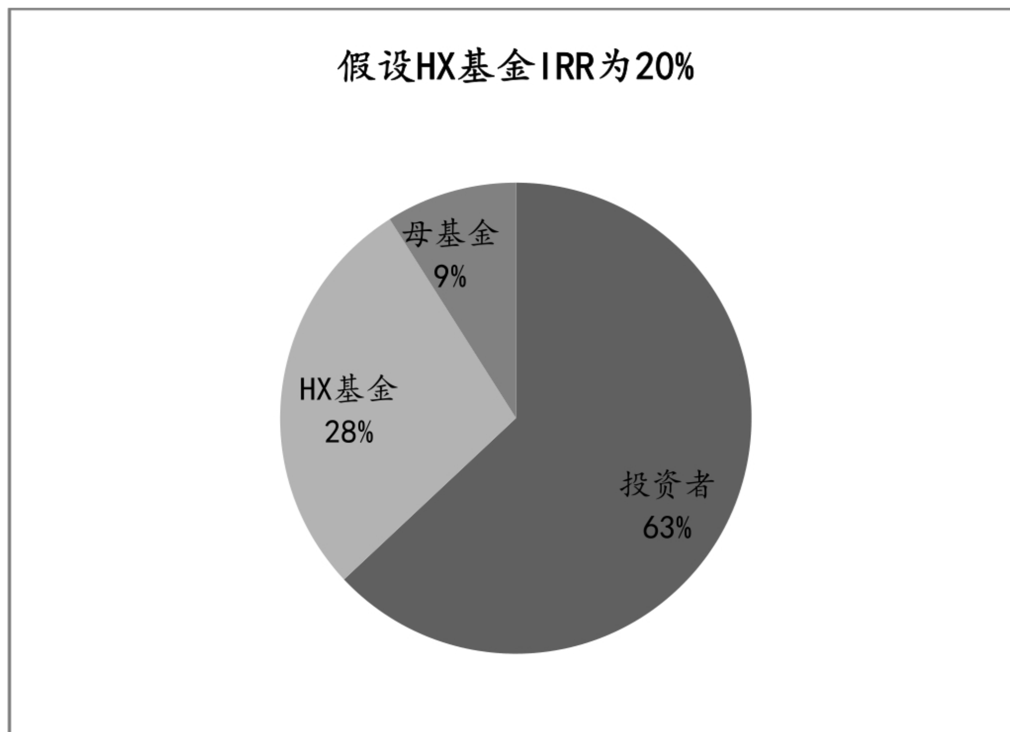


图5-6

笔者在上文中提到，“简单事情复杂化”是一种强大的“销售策略”。该观点在本案例中得到完美体现。在一层层复杂的包装下，我们看到的是各个层级雁过拔毛的各种收费。在经过层层盘剥后，投资者能够拿到手的回报和他一开始的期望值可能已经相差很远了。

最关键的问题是在整个游戏中，唯一承担最大投资风险的是投资者，拿出真金白银在那里“搏杀”的是投资者，其他人都是“空手套白狼”，在几乎不承担任何风险的情况下坐收渔利。谁是聪明人，谁是傻瓜，似乎显而易见。

简单事情复杂化，是销售机构最常用的伎俩之一。一个聪明的投资者，需要对这种销售手段有充分的认识，防止自己陷入这种陷阱中。只有把自己的钱包看好，在作出任何投资前货比三家，谨慎行事，才是对家人最负责的投资态度。

5.3 结构性票据

在纷繁复杂的金融投资产品中，结构性票据（Structured Notes）是另一款典型的简单事情复杂化的投资产品。接下来帮助大家分析一下这种投资产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如图 5-7 所示，结构性金融产品通常由两部分组成：基本金融产品（大部分是固定收益产品，比如债券）和金融衍生品。金融衍生品用得比较多的是期权，比如看涨期权（Call Option）和看跌期权（Put Option）。

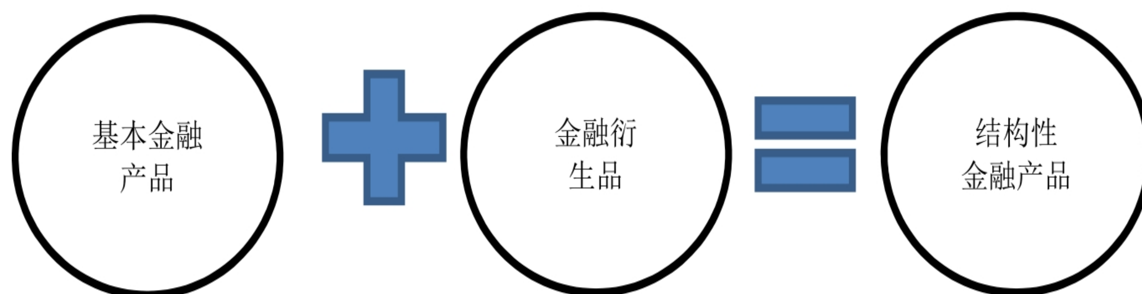


图5-7

结构性票据受到不少投资知识有限的消费者的青睐，因为这种产品保本，同时让消费者有机会赚到比定期储蓄利率更高的回报。

从卖方角度来讲，发行结构性票据可以赚取丰厚的佣金，是金融机构的“大奶牛”。同时结构性产品让融资方以极低的成本获得融资，因此各大金融机构和银行对推销此类产品有非常高的热情。

如图 5-8所示，结构性金融产品在欧洲的销售额，从 1996年的几乎没有一路飙涨到2010年的1500亿欧元左右。结构性产品的发行商，从2002年的144家迅速上升到2010年的357家，在短短8年内上涨了150%左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

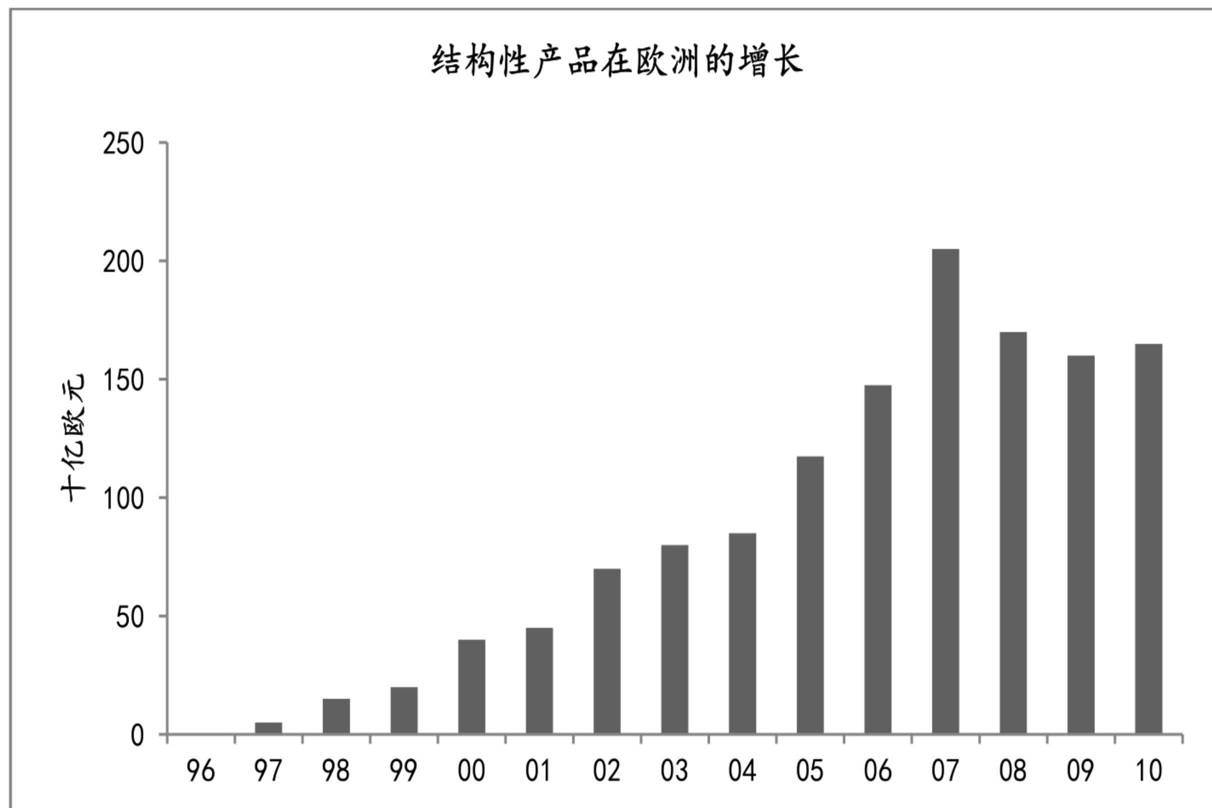


图5-8

数据来源：彭博社

根据英国金融监管机构 FCA 在 2015 年发布的一份专门有关结构性金融产品的研究[5]显示，广大投资者普遍对结构性产品的投资回报估计过高。

如图 5-9所示，在购买结构性产品时，投资者的回报预期普遍在4%左右（图中灰色柱子），但是他们拿到手的实际回报，却仅为每年2%左右（图中黑色柱子）。很不幸，投资者全都高估了结构性产品能够给他们带来的收益。

图 5-10显示的是巴克莱银行在过去 3年中发行的 118个结构性票据产品的实际年回报率。我们可以看到，有 30多个产品最后的年回报率为 0，另外30 多个产品的年回报率在 0%～0.5%之间，只有 37 个结构性产品（不到1/3）的年回报率超过 1%。而如果投资者把钱老老实实放在银行定存，他们可以得到每年1.2%左右的投资回报，比结构性产品的回报更好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

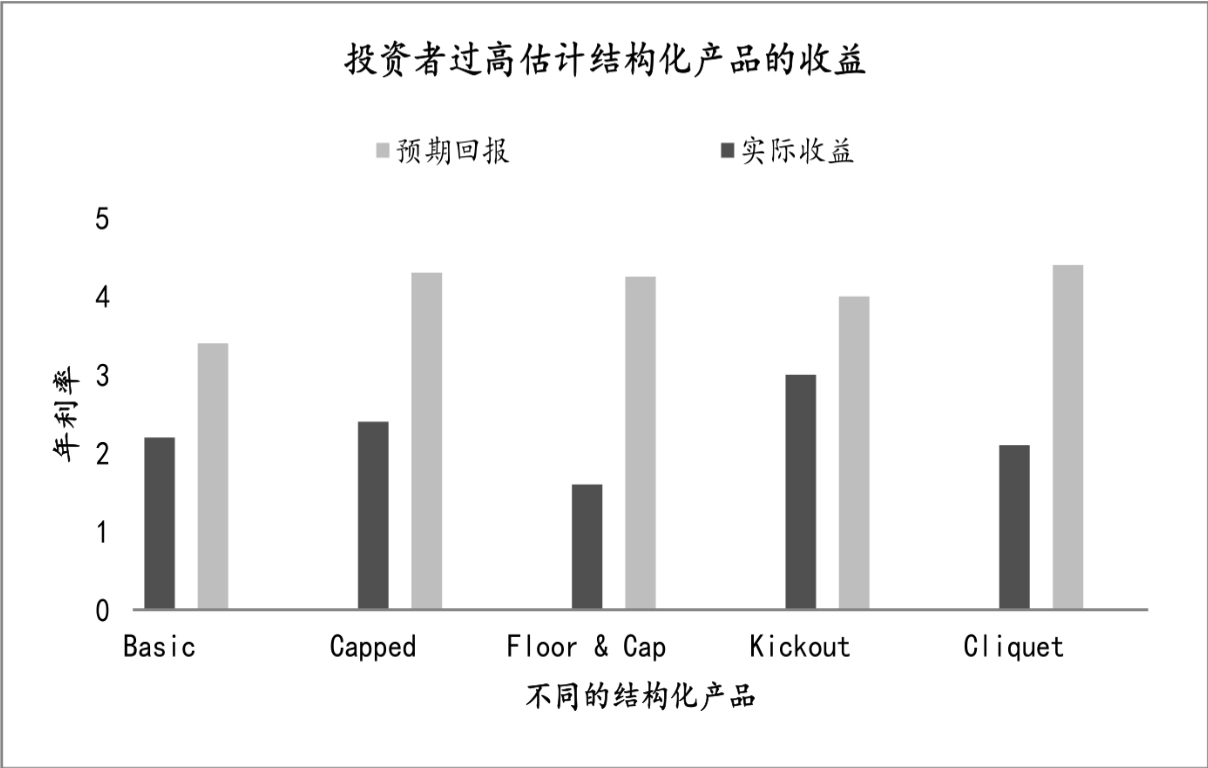


图5-9

数据来源：华尔街日报，巴克莱银行

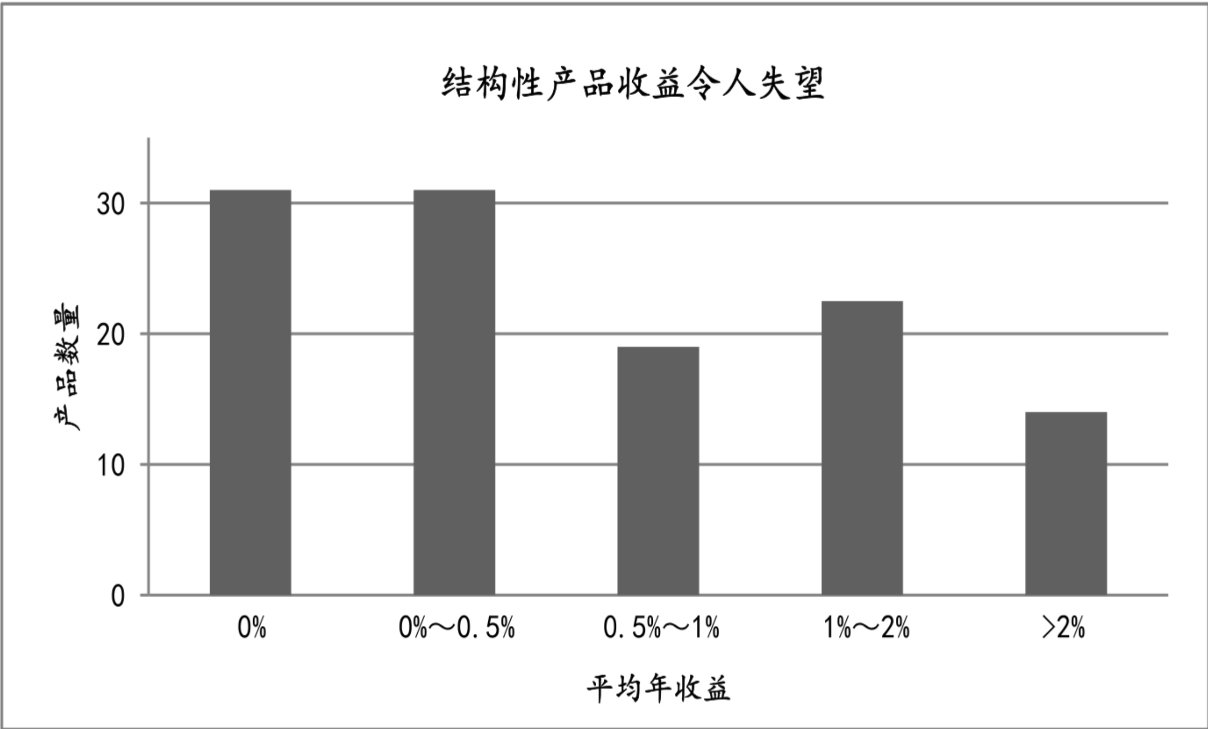


图5-10

数据来源：华尔街日报，巴克莱银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于结构性产品一般都比较复杂，很多投资者对其中的逻辑和回报计算都不太清楚，因此他们在购买这类投资产品时往往是一知半解，甚至不清楚自己购买了什么。

据华尔街日报报道[6]，美国一位 79 岁的老大娘（Mary Bailey）当时花了10 万美元购买了一个结构性票据产品。结果她收到银行对账单时吓了一跳，因为该结构性票据的价值已经缩水变成 95 712 美元，比她刚购买时减少了5%左右。这5%，其实就是被银行扣除的销售佣金。

很多投资者在购买结构性票据时以为它们是“保本”的安全投资品，但如果仔细阅读银行在销售此类产品时的“免责声明”，就会发现事实根本不是这么回事。

比如很多银行在中国销售的 QDII结构性票据的免责声明中清楚地写着：本理财产品是高风险产品，不保证本金和收益。投资者在购买这样的产品前，应该仔细阅读其免责声明，在没有搞懂时坚决不买。

下面以花旗银行在中国发行的 QDII 结构性票据作为案例[7]，让我们来仔细研究投资者购买这样一个投资产品的利弊。

该花旗银行的 QDII结构性票据包括两个部分，分别是美元定期国债（固定收益）和阿里巴巴及京东公司的上市股票期权（金融衍生品）。

根据花旗银行（中国）网站上的介绍，该结构性票据有以下特点。

（1）锁定期两年。也就是说，投资者在购买该票据后，需要等到两年后才能拿回本金。

（2）该票据的收益率取决于在这两年内（观测期）是否有触发事件（Trigger event）发生。

如果发生了触发事件，那么该票据的年回报率为 0.4%；如果没有发生触发事件，那么该票据的年回报率则要根据另外一个公式进行计算（见表5-1）。

表5-1

条　件	投资者年回报率
触发 0.	4%
不触发 X	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把你的美元交给银行，并被锁定两年，得到每年 0.4%的回报，算不算高？很可惜，答案是否定的。

根据美国财政部官方网站公布的数据，以 2016年 12月 9日来看，购买美国两年期国债的回报率为每年 1.15%。也就是说，一个对金融投资一窍不通的“傻瓜”，老老实实地把美元拿去买两年期的美国国债，在两年后他可以得到2.3%的回报（每年1.15%）。而如果他要小聪明去买花旗银行的结构性票据，那么在触发事件发生的情况下，他的总回报为 0.8%（每年 0.4%），比老老实实买美国国债可以得到的回报差65%。

有些朋友可能会说，你上面分析的只是“触发事件”发生的情况，还有“触发事件”没有发生的情况呢。

下面先让我们来分析这个所谓的“触发事件”是怎么回事。

根据花旗银行（中国）的宣传材料介绍，与该结构性票据挂钩的是两只股票：京东（JD）股票和阿里巴巴（BABA）股票。在持有该票据的两年中，这两只股票中的任何一只在观测期中股票价格上涨达到40%，那么就会发生“触发事件”，导致投资者的回报仅停留在每年0.4%。注意，这里指的是任何一天。举个例子来说，如果京东或者阿里巴巴的股票在某一天的价格涨幅达到比一开始高出 40%的位置，第二天其股票价格又下跌回去了，那么根据合同条款这也算发生了“触发事件”。

如果两只股票在观测期中的任何一天都没有达到发生“触发事件”的条件，那么投资者的回报是多少呢？这就要看两年之后京东和阿里巴巴两只股票在最后一天的股价了（期末表现）。根据该结构性票据的算法，银行会计算两只股票在观测期中的平均回报，然后给予投资者相应的投资补偿。

对于投资者来说，如果他们想要得到比 0.4%更好的回报，就需要同时满足以下所有条件：

- 阿里巴巴股票价格在两年后上涨；
- 京东股票价格在两年后上涨；
- 阿里巴巴或者京东的股票不能在两年内任何一天累计上涨超过40%。

如果其中任何一个条件得不到满足，那么投资者的回报就会是每年0.4%。

事实上，在 2015年9月至2017年9月的两年内，阿里巴巴股票的价格从70美元左右上涨到170美元左右，涨幅达到143%。因此该票据发生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了“触发事件”，年回报为0.4%。无论怎么算，购买花旗银行这个结构性票据产品的投资者都亏了。

通俗地讲，我们也可以这样理解这个结构性票据产品：银行收了投资者的钱，购买了美国两年期国债，得到每年1.15%的回报。然后银行从这1.15%中扣除自己的手续费和佣金，给投资者留出一份0.4%的回报，最后再花一点钱帮投资者买了张六合彩。在上面列举的三个条件同时满足的情况下，这张彩票就中奖了。显而易见的，如果真的想博一下运气，投资者完全可以自己去买彩票，或者去赌场试试手气，完全不需要付钱给银行帮他去博大运。

结构性金融产品由于其设计复杂、费用昂贵，一般都是银行向金融知识不甚丰富的业余级投资者兜售的“梦想”产品。一个聪明的投资者，在购买结构性票据产品和其他结构性金融产品之前，需要问自己下面这些问题：

• 我是否了解该金融产品的风险？我是否了解该金融产品的收费？

• 该金融产品将我的储蓄锁定 X 年，期间无法拿出，我是否可以承担这样的流动性风险？

• 在最坏的情况下，我可以从该产品中得到多少回报？和一个普通的固定收益类（国债）投资相比差多少？

一个负责任的投资者，应该首先充分了解这些金融产品的风险，并且做足功课，详尽地分析在各种情况下通过这种产品可能得到的回报。然后他应该回家冷静一下，和家人商量，在没有销售人员在场的情况下对该产品进行客观评估，再决定是否要将自己辛辛苦苦积攒的钱投入到这样的金融产品中。这才是一个真正的证据主义投资者应该秉承的投资态度，也是我们每个人能够做的对自己和家人最尽责的投资决策。

5.4 挪威养老基金

说到金融产品的复杂性，一个比较典型的例子就是各个国家的养老基金。

管理养老基金是一门技术活。首先，养老基金的资金量一般都比较大，动辄上千亿美元。这就决定了即使是微小的回报差别（比如1%），其造成的盈亏绝对值也是相当惊人的。

其次，由于资金量巨大，因此大部分养老基金的投资面铺得非常广，其投资范围包括二级市场上的股票、债券、对冲基金，一级市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上的私募股权基金，还有房地产、自然资源等等。对于如此复杂的一个投资组合，不管是会计核算还是财务分析，都非常花时间，不容易搞清楚。

2017年5月，美国的华尔街日报报道[8]，有不少养老基金甚至连他们在投资的私募股权基金中付了多少费用都算不清楚。

以美国最大的养老基金之一，加利福尼亚公共雇员养老基金（CalPERS）为例，该基金管理层向董事会汇报，其 2016年向私募基金经理付出的管理费为6.38亿美元，和2011年相比节省4亿美元。但后来发现，事实上该统计没有包括总值 1.21 亿美元的法律、审计、合伙人等其他费用。这个统计上的误差，导致一进一出相差数亿美元，引起很多人的不安。可见，连养老基金这样相对比较成熟和职业的投资者，都难以应付如此复杂的投资品种。

在这方面，挪威养老基金的做法值得我们研究并借鉴。

截至 2017年 4月，挪威养老基金以 9221亿美元的规模位列全世界主权基金排行榜第一名。挪威的总人口大概为 520 万。以人均资产规模来算的话，每个挪威人在该基金中拥有大约18万美元。这个数值是非常高的。

挪威养老基金是世界上管理最透明的主权基金之一。在该基金的网站上，任何一个人都能查到该基金的历年财务报表、投资收益和净资产变化情况。

2008 年，在全世界金融危机的影响下，挪威主权基金遭受重创。其股票部分下跌40%，整个基金的投资回报下跌23.3%。

在失望之余，基金的管理层专门请了三位大学（哥伦比亚大学、耶鲁大学和伦敦商学院）的金融教授（Andrew Ang，William Goetzmann，Stephen Schaefer），让他们仔细分析挪威养老基金的投资策略和历史回报。管理层想要知道：管理该基金的基金经理到底有没有带来价值？未来应该用何种策略更好地管理挪威人民的这些血汗钱？

三位教授对挪威养老基金做了细致入微的分析之后，完成了一份长达220页的专业报告[9]。在这里，我和大家分享一些该报告的核心结论。

作者在分析了挪威养老基金过去10年（1998—2008年）的历史业绩后指出，该基金从主动型管理中获得的超额回报为每月0.02%，也就是每年0.24%左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这每月 0.02%的超额回报，主要来自于该基金的股票部分。对于该基金的固定收益部分（债券），报告作者得出的结论是：没有任何证据显示固定收益的主动型管理为基金带来任何价值。

不管是股票还是债券市场，要想通过主动型管理获得超额回报，都是非常困难的。即使像挪威主权基金这种规模的职业投资机构也都很难达到这个目标，更何况我们这些普通的个人投资者？

在仔细讨论了三位教授撰写的分析报告后，挪威养老基金管理层决定，减少把资金交给外部基金经理管理的比例，降低相对来说比较复杂的私募股权基金的投资比重，同时在基金内部股票投资部门自己动手执行一些相对来说比较简单的风险因子投资策略。

通过这些改革，挪威养老基金显著降低了投资费用。根据挪威养老基金的年报显示，其管理资金的费率为每年 0.07%左右。同时，更为简单明了的投资策略也帮助他们能够更准确地统计投资回报，控制公司成本，为全体挪威人带来更大的好处。

上文中提到的加利福尼亚公共雇员养老基金（CalPERS）也正在不断减持其私募股权投资，其中一个很重要的原因就是其投资过程复杂而不透明，投资费用太过昂贵。

即使是财大气粗、拥有专业分析团队的养老基金，也在不断简化自己的投资策略，尽量减少在复杂的策略中的资金配置。我们普通投资者应该从他们的做法中吸取教训，牢记“只买自己懂的，不懂的坚决不买”这样的投资原则，努力不让自己成为金融机构征收“智商税”的对象。

5.5 大道至简

巴菲特说过：聪明的投资者需要知道自己的边界。如果是你看不懂的基金，或者对方无法解释清楚的理财产品，那么你就应该提高警惕。你应该明白金融机构将简单事情复杂化后面所蕴含的动机，并且反其道而行之，坚决抵抗那些复杂的金融产品的诱惑。

说到底，能够给投资者带来投资收益的，无非就是公司股权、公司和政府债权、银行存款和房地产这几个大类资产，其他各种投资品种都是基于这些基本资产的衍生策略（比如期货、期权、卖空、对冲等）。投资者需要明白投资回报的核心来源，然后根据自己的知识范围选择能够让自己最明白的投资策略。这也是投资者控制自己投资风险的最重要原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[1] Knutson,Brian,and Richard Peterson.2005."Neurally Reconstructin g Exp ected Utility."Games and Economic Behavior,vol.52,no.2 (August):305-315.

[2] DeMiguel,V ictor,Lor enzo Garlappi,and R aman Uppal.20 09."Optimal V ersus Naïve Diversification:How Inefficient Is the 1/N Portfolio Strategy?"Review of Financial Studies,vol.22,no.5 (May):1915-1953.

[3] Chow,Tzee M ann,Jason Hsu,V itali Kalesn ik,and Br yce Little.201 1."A Survey o f Alternative Equity Inde x St rategies."Fi nancial Analysts Journal,vo l.67,no.5 (September/October):37-57.

[4] 在母基金层面收取的 8%的业绩分成，是基于 HX 基金和跟投项目综合起来的投资业绩回报，而非分开收取。为了帮助读者明白这个概念，笔者在上文中将它们苞丁解牛，分别进行了详细的分析。

[5] Hunt,S tefan a nd S tewart,N eil and Z aliauskas,Redis,Two Plus T wo Makes Five?Survey Evidence th at I nvestors Overvalue Structur ed Deposits (March 24,2015).F CA Occasional Paper No.9.

[6] https://www.wsj.com/articles/wall-street-re-engineers-the-cdand-returns-suffer-1473180591?mg=prod/accounts-wsj

[7] https://www.citibank.com.cn/sim/chinese/investments/stru_notes_account.htm

[8] https://www.wsj.com/articles/only-robots-can-tally-what-the-largest-u-s-pension-fund-pays-in-fees-1495463370

[9] Andrew Ang,William N.Goetzmann,Stephen M.Schaefer,Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund-Global,2009

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章 信息就是力量

英国著名的哲学家弗朗西斯·培根说过：知识就是力量。在金融投资领域，我们也可以把这句话理解为：信息就是力量。

我在金融投资行业从业多年，同时也坚持写了不少投资教育类文章，对“信息就是力量”这句话感触颇深。在很多时候，广大投资者吃的就是“信息不对称”的亏。如果他们可以早点儿看到一些教育类文章，早点儿了解到一些金融理财产品的风险和费用，那么也许他们就不会在不知不觉之中成为某些金融机构“收割”的对象了。

那些非常聪明的理财和金融机构，也深谙这个道理。因此他们千方百计地施加影响，去封锁那些对他们不利的信息，向投资者灌输对他们自己有利的“迷魂汤”。

对于像本人这样的“投资教育者”来说，信息大战是一场持久战，需要千千万万个教育者不断地努力，才可能达到让更多的人变得聪明和理性的目的。

在本章中，我会先和广大读者揭示那些强大的金融机构是如何在信息传播上施加自己的影响力，达到对自己有利的目的的。然后我会和大家分享一些建议，告诉大家如何在这个信息大爆炸的年代沙里淘金，独善其身，选出高质量的信息来提高自己做投资决策的质量。

6.1 施罗德和努密斯之战

2017 年 3 月，在英国的金融行业发生了一场大战，交战的双方为：著名的跨国基金公司施罗德（Schroder）和英国本地的券商努密斯（Numis）。在这场大战中有很多地方值得我们研究学习。下面我们就来仔细分析一下这场“战争”的前因后果和经验教训。

对于那些对金融投资不太熟悉的朋友，我先简单介绍一下这两家公司的背景。

施罗德的历史可以追溯到 200 多年前。1804 年，海因里希·施罗德和弗里德里希·施罗德两位兄弟在英国伦敦共同创建了施罗德公司。一开始公司的主营业务是大宗商品贸易，后来随着公司业务不断扩张，施罗德成长为一家规模巨大的跨国基金管理公司。

截至 2016 年年底，施罗德在全球管理的资产总规模为 4900 亿美元左右。施罗德在全球27个国家有41家分公司，集团总员工人数达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到4100人，是一个不折不扣的基金业巨人。

相对于施罗德，努密斯的名气要小得多，很多人可能根本都没听说过这家公司。

根据其公司官网的介绍，努密斯的前身是一家叫作 Hemsley&Co Securities的证券经纪公司。该公司在1989年和另外一家叫做Raphael Z orn的公司合并，组成了名叫 RZH Lt d 的新公司。2000 年，公司被更名为“Numis”，就是我们现在知道的名字。该公司的主要业务是为公司和机构投资者提供证券经纪服务，俗称“券商”。

在努密斯提供服务的对象中，包括一些大型公募基金、对冲基金和私人理财机构。事实上，施罗德恰恰是努密斯的客户之一。

按道理来说，施罗德是努密斯的客户，两者是甲方和乙方的关系。客户就是“上帝”，怎么会结下梁子呢？这就要从施罗德发布的一份 2016 年年度报告说起了。

2017年3月2日，施罗德发布公开新闻稿[1]，向世人宣布该公司在过去一年（2016）中的经营业绩。在新闻稿中施罗德自豪地宣布，在该公司管理的基金中，有 74%的基金在过去三年中超过基准，有85%的基金在过去五年中超过基准，“战胜市场”。

大家知道，主动型基金要想“战胜市场”，取得超额回报，是一件非常困难的事情。施罗德恰恰是一家典型的主动型基金公司。如果在该公司管理的基金中有 85%都跑赢指数，战胜市场，这应该说是一份非常出色的成绩单。这也是为什么施罗德要发布新闻稿向大家公布该结果的原因之一。

发了公开新闻稿后，施罗德本以为可以“乘胜追击”，向更多的客户宣传它的出色业绩。但施罗德可能没想到，它的“噩梦”才刚刚开始。这个时候，另一个主角努密斯出场了。

2017年 3月 4日，也就是在施罗德发布公开新闻稿两天后，英国券商努密斯发表分析报告，指出施罗德的新闻稿存在重大信息披露不实，造成对投资者的误导[2]。

努密斯的分析员David McCa nn在分析报告中指出，施罗德公司公布的长达 44页的新闻稿中，在第 5页下面的小字中提到，公司在宣传其管理的基金业绩时，仅包括过去三年中 74%的基金样本和过去五年中 63%的基金样本。

也就是说，施罗德宣称的在过去五年中有 85%的基金战胜基准，只是针对其表现比较好的63%的基金。这就好比一个股民买了10只股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，挑出其中表现最好的 6 只，完全罔顾另外 4 只股票的业绩，然后到处向人吹嘘自己是巴菲特这样的“股神”。

努密斯在报告中也提到，施罗德在一次和基金分析员的面对面会议中主动承认，其公布的一些基金业绩没有扣除基金经理收取的费用，因此并不是投资者拿到手的真实回报。如果把施罗德收取的那些费用扣除，那么这些基金的业绩并没有宣传的那么好，甚至可能比基准还差。

这就好比我们去饭店吃饭，菜单上写着十块钱一盆菜，我们感到很便宜就点了几个。但到最后付账时，账单竟然要好几百甚至上千。你去和饭店经理理论，他跟你说：你没看到菜单下面那几行小字吗？菜单上的价格不包括暖气费、服务费、烹饪费和座位费！

努密斯在其分析报告中总结到：We critique what we felt was a disingenuous reporting of alpha.（笔者翻译：对于这种不诚实的宣传自己投资业绩的行为，我们表示谴责。）

事情发展到这里，似乎已经很清楚了。施罗德应该快点把这个“不恰当”的业绩改回来，给予投资者更为正确的信息披露。

但是让很多人包括努密斯意外的是，正是上面这句话中的 disingenuous （不诚实）这个词，给他们带来了大麻烦。

2017年3月8日，努密斯报告的作者David McC ann发表公开声明[3]，宣布撤回自己在之前的分析报告中对施罗德“不诚实”的指控，同时向公众表示道歉。McCann写道：指责施罗德不诚实是不对的，我们完全收回这些意见。

在短短的几天之内，事件的发展发生了 180 度大转变，在幕后究竟发生了什么情况？我们先来看看施罗德方面的反应。在努密斯发布其第一份分析报告后，施罗德的首席执行官 Peter Harrison 立刻发布了一个措辞严厉的回复。

Harrison指出，施罗德采用的计算基金业绩的方法，和整个行业中其他基金公司采用的方法并没有明显区别，因此并没有什么不妥当的地方。很多基金公司在计算其管理的基金业绩时，也没有扣除经理收取的基金费用，或者只选择其管理的一部分基金，而不是所有基金进行披露。这是大家都认同的一个行规。

这就像一个在禁烟区吸烟的烟民，被执法人员抓到要罚款时他说：又不是我一个人在这里吸烟。你看这周围的那些哥们，人人都叼着一根烟，你干吗非要抓我？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Harrison也指出，施罗德公司中有很多基金的历史业绩不到五年，因此他们在计算基金历史业绩时，没有包括这些基金。这就导致施罗德在公布其旗下的基金业绩时，可能因为“幸存者偏差”而夸大业绩回报。

造成“幸存者偏差”的原因在于，那些能够存活五年以上的基金，都是“幸存者”。如果基金表现不佳，或者融到的资金量太小，那么基金很可能会被关闭，或者合并到其他基金中。因此，如果只计算存活年限超过五年的基金的业绩，那么也会同时把那些被关闭或者合并的基金的业绩排除在统计之外。这就是典型的“幸存者偏差”问题，会造成基金公司业绩被夸大。

给努密斯带来最大麻烦的是，在他们发布的报告中用的“disingenuous （不诚实）”一词。因为“不诚实”只是努密斯分析员自己的意见，因此在法律上就有“诽谤”的可能性。凭借施罗德的财力和影响力，抓住努密斯报告中一两个不恰当的用词把这家小公司告倒，并不是不可能的事。

努密斯发表公开道歉的另一个原因，显然和它的商业模式有关。就如笔者在上文中提到的，施罗德是努密斯的客户，是其“衣食父母”。这也是为什么鲜有券商敢发布针对大型基金公司的负面报告的原因。惹怒了主子，断了你的口粮，这可不是闹着玩的。

在商业社会里，这种现象比比皆是。比如美国三大评级机构标准普尔、穆迪和惠誉，号称自己是独立的第三方评级机构。但是他们在评级时收取的费用却来自于被评级的对象（比如某个要发行债券的公司，或者某种金融打包产品的发行方等）。这种机制安排，和这些机构自称的“独立第三方”背道而驰。在 2008年爆发的金融危机中，很多高风险的次贷金融产品被这些评级机构贴上AAA的金字招牌，让天真的投资者以为投资这些产品绝对安全，大举购入。结果是这些投资者在金融危机中遭到了巨额损失。

施罗德和努密斯这个案例非常值得我们研究分析。无论从哪个方面来看，像努密斯这样的“小矮子”，是很难和施罗德这样的巨人进行对抗的。

首先，努密斯充其量只是一家中小型券商，其经济实力远不及施罗德。因此，如果两家公司对簿公堂，那么努密斯能够花在请律师上的预算，可能连施罗德的一个零头都不及。

其次，从商业关系上说，施罗德是努密斯的客户，也就是其“衣食父母”。努密斯的分析员 David McC ann，就好像那个说破皇帝没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有穿衣的小男孩。一不小心话说出口后，忽然发现犯了大错，因此管理层在最短的时间内作出反应，纠正错误。

这也体现了金融行业中大公司所占有的信息优势。由于他们的资金实力非常雄厚，加上他们是一些其他机构的客户，导致很多业内的公司和雇员不敢对这些机构的不当行为发出独立客观的声音。在这种互相掩盖的行业风气之下，行业外的投资者就成了最终的受害者。他们没有途径去获得客观的第三方意见，只收到那些带有商业销售目的的宣传材料信息。在这种情况下，知识和信息量有限的投资者就好比误入丛林的小男孩，一直到自己成为猛兽的盘中餐，都还被蒙在鼓里。

6.2 “阿克”的信息战

从个人的角度，笔者对于努密斯及其分析员 David McCann 的遭遇感同身受。

2017 年 5 月，笔者的微信公众号（伍治坚证据主义）发表的几篇文章都被公众号管理部门删除，理由是：涉嫌侵犯名誉/商誉/隐私/肖像。

这几篇文章的共同点是，它们都谈到了一家在美国上市的第三方理财机构。在这家机构的投资者中不乏经常在电视媒体上出现的名人，有一定的社会影响力。因此，当他们看到自己不喜欢的文章时，有能力让文章从互联网上消失。

为了避免引起不必要的法律纠纷，笔者在这里隐去该机构的名字，暂且将它们称为“阿克”。“阿克”的影响力夸张到什么地步，可以用一个小小的例子来说明。在被删除的几篇文章中，有一篇文章就是上文中提到的施罗德和努密斯之战，根本和“阿克”毫无关系。但是该文章还是被“阿克”施力“和谐”掉了。

“阿克”为什么要花这么大的力气去把这些文章删掉？最重要的原因，在于“阿克”的商业模式。像“阿克”这样的中介机构，其赖以生存的基础就是信息不对称。基于这种信息不对称，“阿克”可以向投资者倾销一些本来并不一定适合他们的金融产品，并从中谋取暴利。如果投资者看得多一些，懂得多一些，就不会再付钱给“阿克”去购买那些“金融鸦片”了。

对于“阿克”来说，他们最害怕的就是投资者获得更多的信息，变得聪明起来。对于“阿克”来说，最好的顾客就是那些“人傻、钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多”的消费者。你的信息越少，金融知识越贫乏，问的问题越少，就越是“阿克”心目中最理想的客户。

上文中提到的施罗德和努密斯之间的纠纷故事，以及笔者和“阿克”之间的斗智斗勇，告诉我们同一个道理：“阿克”不想让我们看到更多的信息，“阿克”会尽一切力量来阻塞和屏蔽信息，想各种办法去掐灭类似于上文中提到的努密斯这样的信息源。在金融行业，由于这些大机构的资源和强势地位，很少会有专业人士有胆量向它们发起挑战。

广大投资者和一些缺乏道德底线的金融机构之间，有一场看不见硝烟的战争。这是一场力量对比悬殊的较量。一方面，是处于劣势的个人投资者。这些投资者一没上层关系，二没资金，在金融投资方面的知识也很有限，因此很容易成为大型机构“涉猎”的对象。

而另一方面，我们面对的则是实力强大的大型专业机构。这些机构有庞大的资金，可以招募很多金融专才。在资金、人才和信息层面，他们有绝对的优势。因此，在这种资源和信息极度不对称的情况下，我们普通的个人投资者往往成为“人为刀俎，我为鱼肉”的受害者。

一个聪明的投资者，应该首先意识到自己处于弱者的地位。因此，笔者在这里呼吁：请大家保持自我学习的习惯，多读多看。以金融知识和信息来武装自己，拒绝当无良金融机构忽悠的对象。

接下来，我和大家分享一些如何识别“忽悠”型金融产品的小贴士。

6.3 火眼金睛甄别“忽悠”产品

在这个章节中，我来和大家分享一下如何更好的做尽职调查，提高自己识别金融产品是否有“忽悠”成分的一些管用的方法。

6.3.1 一级市场私募股权

目前，中国有差不多两万多家私募股权基金。这些基金鱼龙混杂，质量参差不齐。投资者需要做的第一件事情，是去中国证券投资基金业协会的官方网站[4]查询一下，自己感兴趣的私募基金是否有备案。如果在该网站上查不到私募基金的备案记录，那么投资者应该提高警惕，提防欺诈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时，投资者也可以查一下管理该基金的基金公司情况，比如该公司共备案了几只基金，他们总共管理的资金量为多少，有多少工作人员，其主要管理人员的职业背景和工作经验如何。一般来说，比较正规的基金公司，其管理人员的职业经历都比较透明，在网络上很容易查到。如果查不到以上这些信息，或者连公司网站都没有，那么这又是一个值得警惕的疑点。

广大投资者接下来需要注意的是，这些基金是否有“挂羊头卖狗肉”的问题。

有不少私募股权基金公司，或者第三方理财机构，在推销自己的投资理财产品时，往往会挂上一个时下比较热门的项目名称（比如滴滴打车、OFO共享单车、几年前的乐视网、国外比较流行的SpaceX等）。

但问题是，这种打着时髦旗号的理财产品，其最终投资的标的，可能和他们宣传的项目没一点关系，或者项目中只有一部分资金投入到客户以为的投资目标中。特别是一些私募股权融资项目，其法律结构十分复杂，在基金之上还有各种 SPV 和母基金，连从业人员都觉得有些眼花缭乱，更别说普通投资者了。

因此，投资者需要仔细研究理财机构和基金公司发出的宣传材料，了解该投资实体以及具体的投资标的。被“挂羊头卖狗肉”的伎俩欺骗的投资者，看上去犯的错误极其幼稚，但是在中国却有很多私募股权投资者上这样的当。因此值得我在这里向大家提醒一下。

其次，投资者应该搞明白该投资理财产品的费用明细。在不同的层面，申购费、管理费、业绩分成等费用各为多少。在扣除费用之后，投资者还能够净到手多少回报。在笔者拙作《小乌龟投资智慧：如何在投资中以弱胜强》中，对投资费用这个问题也有比较详细的分析。

最后，投资者应该搞清楚私募股权基金公司投资团队和投资人之间的利益冲突。这种利益冲突包括：基金经理自己在项目中没有任何投资，项目即使亏了，基金经理自己也没啥损失。或者基金公司中负责该项目的团队在业绩分成中只能分到很少的一部分（比如 1%～2%或者更少），那么该项目最终成功与否，和基金经理本身的收入关系不大。投资者们应该倾向于自己的利益和基金经理的利益捆绑得比较紧的投资项目，这样才更可能达到双赢的结果。

6.3.2 公募基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相对于私募基金，公募基金的管理要严格许多，信息披露也要透明很多。在一些和基金相关的信息网站（比如天天基金网、新浪基金等）上，可以很容易查到一些最基本的信息，包括基金规模、基金历史净值、基金管理公司规模、基金经理简历等。

在公募基金中比较容易让“业余级”投资者上当的，有这么几种情况。

首先是流行基金。流行基金是指那些投资概念非常流行（Trendy），蹭着投资热点发行的基金。比如 1997/1998 年的互联网概念，2000 年以后的金砖四国概念，2008年以后的大宗商品概念，2014/2015年的新丝路、新常态概念等。

基金公司有非常强的动机去发行这些流行基金，因为很多投资者喜欢追捧这些投资概念，感觉它们是下一个“风口”，生怕自己错过了这个千载难逢的发财机会。所以当基金公司以这些概念作为噱头来发行新基金时，往往可以募得不少资金量。比如在一篇学术研究[5]中，作者从 CRSP美国基金数据库中仔细检验了过去 21 年的历史数据（1993—2014 年），发现一个非常明显的规律，即越是“流行（Trendy）”的基金，他们能够圈到的钱越多。

但是，越是热门的概念，其涉及的公司股票的估值也越高，因此如果公司盈利让人失望，从梦想回到现实时，其下跌程度也越大。投资者需要明白这个道理，谨防自己成为基金公司忽悠的对象。

公募基金基民比较容易犯的第二个错误，是“追涨杀跌”。很多基民在选购基金时，一般会把基金过去三年或者五年的业绩排个序，然后挑选两个名气比较响亮的、业绩比较好的基金进行购买。关于这个错误，我在本书第 4章中做了比较详细的分析，希望投资者们不要坠入这样的投资陷阱。

6.3.3 P2P理财、比特币等

在中国，用“无知者无畏”来形容一些投资者，非常贴切。在一些 P2P金融平台倒闭的时候，我们经常看到那些最受伤的冤大头，就是一些金融知识非常有限的大爷大妈们。他们被高额的利息吸引，拿出毕生的储蓄交给这些“互联网金融公司”，没想到利息虽然拿到了，本金却没有了。

读者朋友如果对像 P2P 理财、比特币这类理财产品感兴趣，可以在有空时阅读一些本人写过的分析文章（请在网上搜索伍治坚+宜人贷，或者伍治坚+比特币）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这类产品，由于其附带的各种风险，对于绝大部分投资者来说并不适合。一些风险偏好比较高的投资者，即使在做足了尽职调查后投资这些产品，也应该适可而止，控制头寸，避免某公司倒闭而造成对自己和家庭的致命打击。

在金融领域，有各种投资理财产品，包括私募基金、公募基金、信托、银行理财、海外基金、保险理财等。在每一个类别下面，都有数以千万计的产品供广大投资者选择。因此对于很多读者来说，这实在是有些应付不过来。

笔者的建议是，投资者在考虑购买任何理财产品前，应该先用知识和信息武装自己，做好一些最基本的尽职调查工作，像菜场大妈买菜一样货比三家，并且在和家人或者好友充分讨论以后，再做出比较谨慎的决定。如果有一些比较复杂的、让人捉摸不定的金融产品，笔者也欢迎大家把该产品的材料发来我们的微信号（woodsford），本人和团队会尽量满足大家的需求，及时回复。

---

[1] http://www.schroders.com/en/sysglobalassets/staticfiles/schroders/sites/global/press-releases/annual-results-2016-press-release.pdf

[2] https://www.ft.com/content/06a9d97a-0022-11e7-8d8e-a5e3738f9ae4

[3] https://www.ft.com/content/59135210-0354-11e7-aa5b-6bb07f5c8e12?mhq5j=e1

[4] https://pf.amac.org.cn/open/fundNotice

[5] Greene,Jason T.and Stark,Jeffrey R.,What's Trending?The Performance and Motivations for Mutual Fund Startups (August 19,2016).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章 狐狸和乌鸦

一天早上，一只狐狸在森林里散步。忽然它看到树上有一只乌鸦，乌鸦嘴里叼着一块肥肉。狐狸看到了那块肉，垂涎三尺。但是碍于树比较高，而且乌鸦可能随时飞走，因此狐狸开始动脑筋想如何把乌鸦嘴里的那块肥肉“忽悠”过来。

抓耳挠腮了半天，狐狸终于想到一个绝佳的方法：它开始对乌鸦大加赞美，告诉乌鸦它的歌声是多么动听。如果能够开口一展歌喉的话，有多少动物会为之倾倒。乌鸦一开始不为所动，但后来禁不住狐狸潮水般的恭维，终于忍不住松开嘴巴。这时候，乌鸦嘴里的肉一下子掉了下去，被狡猾的狐狸饱餐一顿。

很多朋友可能在上幼儿园时就听过《狐狸和乌鸦》的故事。虽然这是一个儿童故事，但它背后的道理却不简单。它告诉我们：看管好口中的肉，是我们每个人自己的责任。如果没有一定的智慧和毅力，我们很可能会像乌鸦一样，被狡猾的狐狸引诱利用，到最后在不知不觉之间把口中的肥肉拱手相让。

但是在现实中，很多人却对谁是乌鸦，谁是狐狸，傻傻分不清楚。在本章中，我会举几个例子，帮助大家更好地理解在金融投资行业中那一对对“狐狸”和“乌鸦”。然后我会提出一些建议，希望可以帮助到更多的读者，避免成为下一只“乌鸦”。

7.1 股民和券商

从经济关系上讲，股民和券商是相互依存的关系。一方面，股民想要做投资，因此他们需要选择一家券商公司开设账户来进行买卖；另一方面，券商需要赚取佣金，因此他们需要招徕顾客，鼓励投资者来开户交易。

但是在这个相互依存的关系中，同时存在着一对不太被注意到的矛盾。从股民的角度来说，他们所追求的是投资回报最大化。不管他们买入卖出，或者是高频、低频操作，到最后最重要的利益是他们是否赚钱。而从券商的角度来讲，其本质利益在于从股民交易中收取佣金。股民的交易额度越大，买卖股票的次数越多，券商的收入就会越高。

所以从券商的角度来看，他们需要考虑的就是如何想尽各种办法鼓励其客户增加交易量。市场上涨还是下跌，对于券商来说是其次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。更关键的问题是客户的交易量有没有上升。

电影《华尔街之狼》对这个问题有过一段非常精彩的描述。

当时由莱昂纳多·迪卡布里奥饰演的小青年贝尔福（Jordan Belfort）刚刚进入华尔街一家大券商公司开始工作，有幸和麦康纳饰演的上司哈那（Mark Hann a）一同共进午餐。哈那对贝尔福说：如果你有一个客户在8块钱时买入股票，而这只股票现在涨到了 16块钱。这个时候这个客户乐坏了，他就想把手中的股票卖了，然后回家开心一下。你不能让他那么做！

贝尔福表示不解。哈那继续解释道：因为你让他那么做的话，他就真的赚钱了！你应该怎么做？你想出另外一个绝佳的股票点子，然后让你的客户把他赚到的钱投到你的新点子里。他一定会听你的，每次都会！

贝尔福表示有些迷惑。哈那说道：因为那个傻瓜已经炒股上瘾了。你每次就忽悠他买新股票，给他新点子，不停地重复。那个傻瓜还傻乎乎地以为自己赚钱了，其实只是纸面上的假赚钱而已。而你和我，我们券商呢？我们券商赚的可是真金白银！

贝尔福惊呼：哇，这太奇妙了！我感到好兴奋！

在电影中哈那提到的给股民提供炒股素材和点子，鼓励他们增加交易次数的策略，在现实中被很多券商屡试不爽。一般比较大型的券商公司都会设有投资研究部门，该部门雇佣了一大批经济学家和股票行业分析员，定期向他们的客户和公众发布各种宏观经济研究、行业分析或者个股推荐。而收到这些报告的投资者就好像上面那个故事中的那只可怜的乌鸦，在狐狸的吹捧之下忍不住想通过这些“小道消息”赚一笔快钱。股民没有认识到的道理是，当他们一旦作出买入或者卖出的决定时，就已经像那只乌鸦一样张开了自己的嘴巴，把自己口中的肥肉拱手让给了狡猾的狐狸。

券商对于自己利益的追求，间接鼓励了股民进行更多的投机行为。这些投机行为不光增加了市场的波动性，也导致那些投机失败者损失惨重。

1999 年 6 月，当美国的科技股泡沫位于历史高点时，美国最大的券商之一，美林证券在各大报纸发布了一则广告。该广告词写得激情澎湃，让人血脉贲张，在这里让我和大家分享一下。

长期来看，股市和人类一样，总是往上发展。

在地球上的每一个角落，民主制度开始生根发芽。

越来越多的国家拥抱自由市场。科技进步将全球人类联系起来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于人类这个物种，我们坚定地看多！

其背后的意思就是告诉投资者：购买股票，就好像购买人类的未来。现在不出手，更待何时？很多股民，在美林证券广告的刺激下，砸锅卖铁大举购入美国股票。

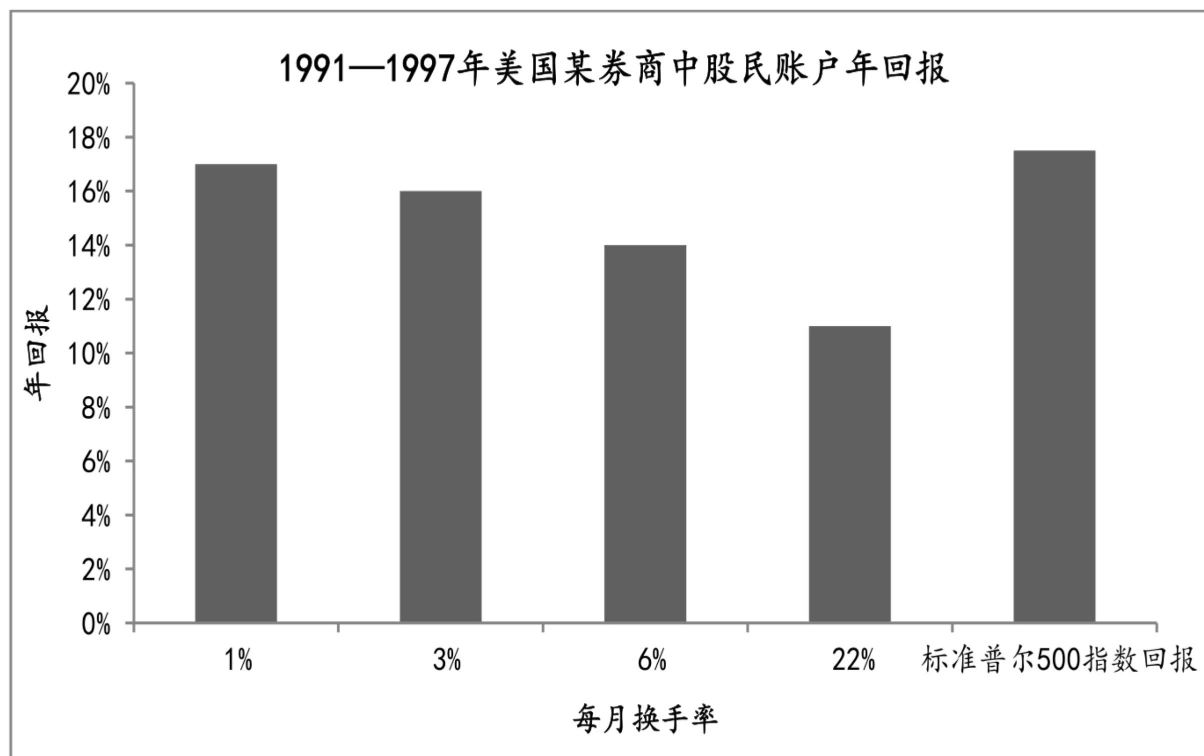
在美林证券发布这一系列广告后没过多久，美国的科技股泡沫宣告破裂，纳斯达克指数开始一泻千里，很多投资者在泡沫破裂的过程中输了个底朝天。

有研究[1]显示，股民买卖股票的频率越高，其投资回报就越差。

图 7-1对比了这些股民在 1991—1997年的投资回报。我们可以看到，股民的买卖频率越高（从左到右，频率依次上升），其投资回报就越差。所有的股民回报，均不及同期购买并持有标准普尔 500 指数能够得到的回报（最右边柱子）。

这些频繁买卖的投资者，恰恰就是《狐狸和乌鸦》故事中的乌鸦，以为自己在放声歌唱，事实上只不过是把自己嘴中的肉送给狐狸吃而已。

一个聪明的投资者，需要从别人的失败中吸取教训，通过各种手段提高自己的认知和防御能力，防止自己口中的肉被狡猾的狐狸骗走。管好自己，让狐狸无从下嘴，是保住自己口中这块肉的最佳策略。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图7-1

数据来源：Brad Barber and Terrance Od ean，“Trading is Hazardous to Y our Wealth：The Common Stock Investment Pe rformance of Individual Investors，”Journal of Finance，Vol.55，2，April 2000，773-806.

7.2 向赌场学习

上一节讲到，很多股民就像《狐狸和乌鸦》故事中的乌鸦，在不知不觉之中陷入过度交易的陷阱，而影响了自己的投资回报。

有些朋友可能会问，作为一个普通的投资者，我们应该如何应对这种常见的毛病呢？我的建议是：让我们研究一下赌场的经营模式，从中吸取一些有用的经验。

以赌场中最普遍的博彩游戏“轮盘赌”为例。在一个大转盘中，有 38个凹槽，分别为36个数字（1～36）和两个绿色的零位 [2] （0和00）。

在这种情况下，赌客如果选择押红/黑，或者奇数/偶数，那么他赢钱的概率就是 47.37%（18/38）。相应的，赌场赢钱的概率就是52.63%（1-47.37%）。

根据这个概率，如果连续玩两次轮盘赌，那么盈亏的概率分析如表 7-1所示。赌客大概有一半的机会不赚不亏，有 22.44%的机会赚钱，同时有27.7%的概率亏钱。

表7-1

连续玩两次	概　率
赌客赢钱 22.	44%
赌客输钱 27.	7%
赌客盈亏平衡 49.	86%

也就是说，玩的次数越多，赌客赢钱的概率越小，对赌场来说就越有利。

从这个简单的例子中我们可以学到什么道理呢？

（1）如果你的胜率不如对方（比如上面例子中的赌客），那么就应该速战速决，见好就收。即使赌场赢的概率更高（53%），但由于盈亏之间的概率差别并不大（53%比 47%），游客在运气好的时候也能从赌场赚走一大笔钱。如果该游客在赚到一笔钱后见好就收，立马走人，那么对于赌场来说这就是铁定的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）如果你的胜率高于对方（比如上面例子中的赌场），那么就应该拉长战线，尽量多地重复游戏，越多越好。只要赌场一直开着，不断有赌客来和庄家反复对赌，那么赌场就可以将这微弱的概率优势转换为源源不断的现金流，成就一桩稳当的生意。

赌场行业一个公开的“秘密”就是：不怕你赢钱，就怕你不来。拉斯维加斯和澳门的很多赌场都是 24小时彻夜开放。去过某些大型赌场酒店的朋友可能会注意到，其统一的内部装修风格是天花板上的蓝天白云。其中一个很重要的原因就是让游客感觉赌场内部一直是白天，永远没有关灯睡觉的时候。

对于一家赌场来说，决定其能否赚钱的一个最重要的因素就是：常年开放，永不关门。也就是说，赌场在这里做的是真正的“长线”生意。赌场并不在意某个赌客在哪一天脑门开光，赚了一大票。事实上，如果有哪个赌客如此幸运中了大奖，赌场反而会大力宣传，让更多的人知道原来去赌场也能一夜间成为百万富翁。对于赌场来说，重要的是细水长流，聚沙成塔。赌场老板是一个真正的“小乌龟”。

这个道理，在我们思考应该如何投资这个问题时也是同样适用的。

以美国股市为例。在过去60年（1950—2016年）中，股市大约有54%的天数是上涨的（以标准普尔500指数计），大约有46%的天数是下跌的。这个规律在不同时期都是类似的。比如图 7-2显示了从 20世纪60年代一直到 21世纪初的不同情况。不管在哪个10年中，股市上涨的天数都稍高于50%，而下跌的天数则稍低于50%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

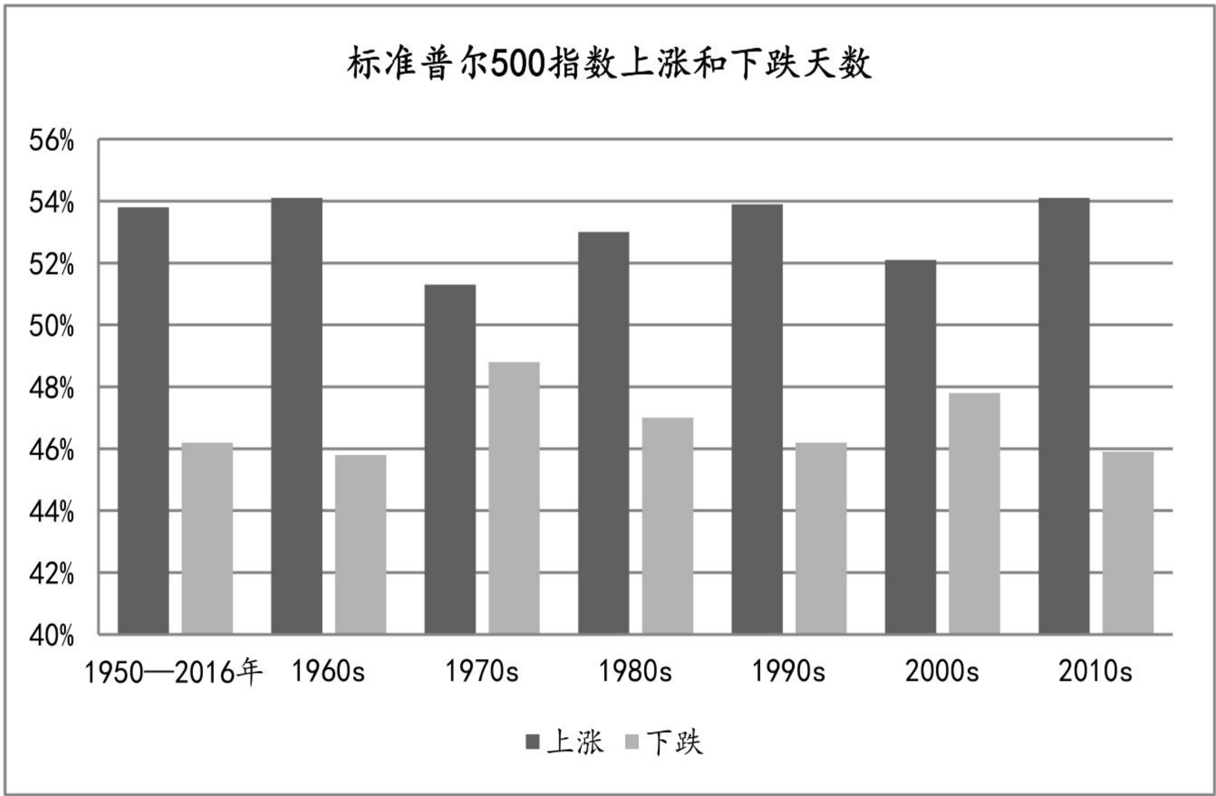


图7-2

数据来源：彭博

中国股市也类似。图7-3显示的是过去10年（2007—2016年）中国A股（沪深 300指数）上涨和下跌的天数统计。和美国股市非常类似，上涨的天数稍高于50%，而下跌的天数则稍低于50%。如果把这10年任意分割成不同的部分（比如图中的2007—2010和2011—2016年段），其结果也还是一样的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

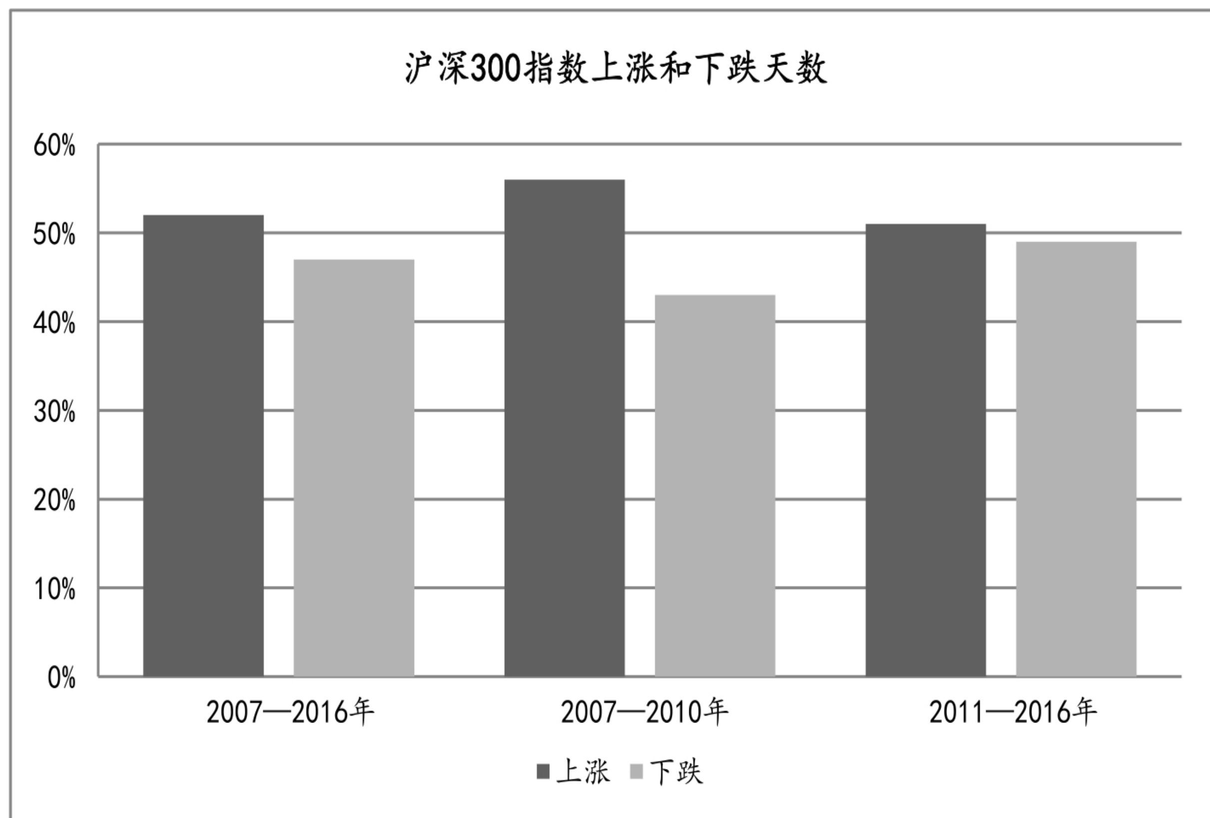


图7-3

数据来源：彭博

也就是说，如果一个投资者去购买股票，那么他面临的盈亏比率和赌场在轮盘赌中的盈亏比率是类似的，有稍微高于 50%的概率会赚钱，但同时也有接近 50%的概率会亏钱。因此对于这个投资者来说，最稳当的投资方法就是向赌场学习：长期坚持，做一个耐心的“小乌龟”，用“聚沙成塔”的方法来帮助自己得到稳定的投资回报。

要理解这个问题，我们也可以反过来思考：如果不去“长期坚持”，可能会有怎样的投资回报呢？事实上，如果不幸错过股市中上涨幅度最大的几天，那么投资者可能遭受的损失是非常惊人的。

如图 7-4所示，在过去的 20年中（1996—2015年），标准普尔500指数的年回报为 5%左右。但是如果仅仅错过了这 20年中上涨幅度最大的 5天，那么投资年回报就会下跌到 3%左右；如果错过了上涨幅度最大的 20 天，那么这20年就白干了，投资回报由正变负。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

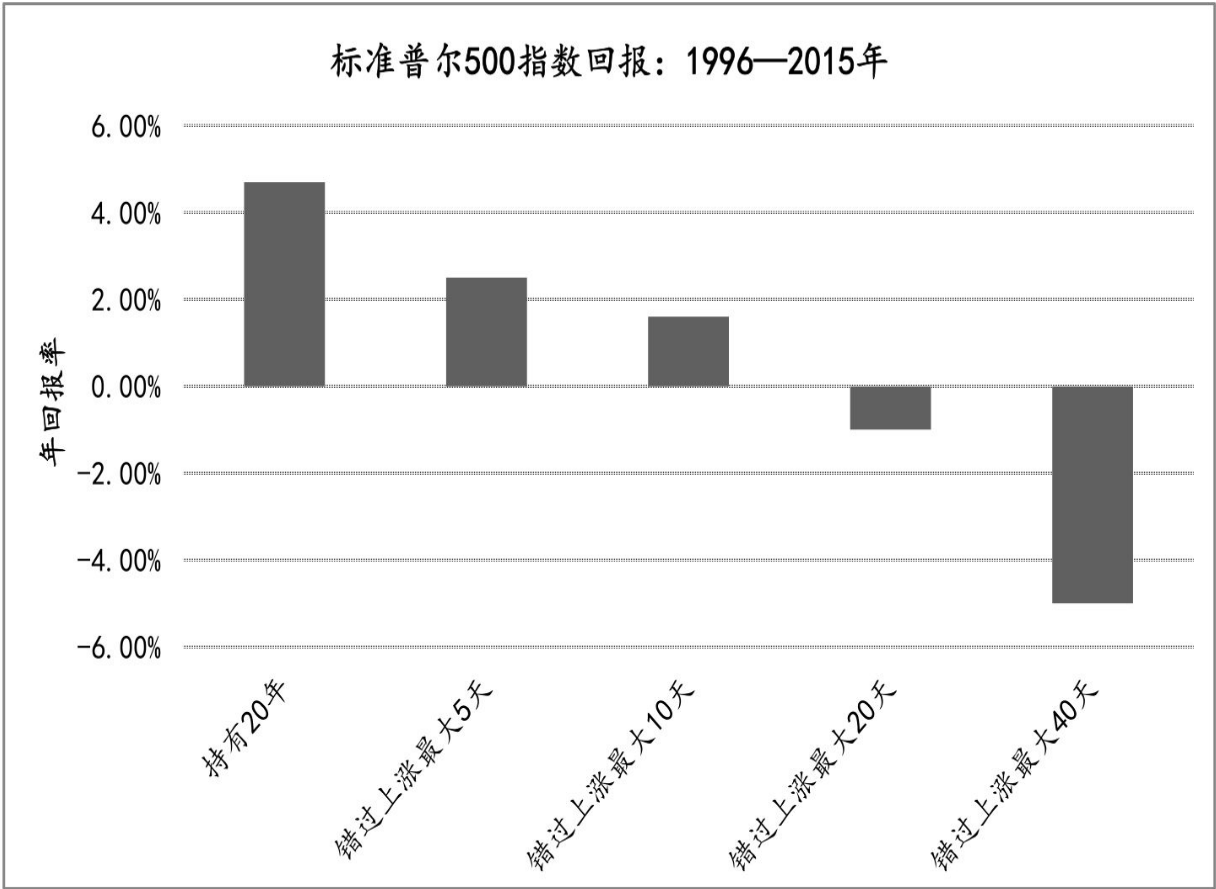


图7-4

数据来源：彭博

这就好像一个赌场，由于一些原因不得不关闭几天（比如赌场装修），但那几天恰好是中国春节，本来可以迎来一大批腰包鼓鼓的中国游客。在这种时候赌场被关闭，就好像上面例子中一个投资者错过股市上涨幅度最大的几天，其对赌场造成的经济损失是非常严重的。

几乎每一个人都明白，去赌场里和“庄家”对赌，我们肯定是赚少亏多。但是一个聪明的投资者，可以通过换位思考去想一下赌场赚钱背后的逻辑。在作出自己的投资决策时，我们应该向赌场学习，借鉴赌场的策略去做一个真正长线的投资者，为自己和家人作出理性的财务规划和理财决定。

7.3 贵在坚持

回顾过去 20年，每隔几年就有一个比较“新奇”的投资概念进入大众的眼帘，引起众多投资者的兴趣。如表 7-2 所示，从 20 世纪末的互联网热开始，一波又一波的投资概念就像走马灯似的不停变换，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让投资者挑花了眼。但到最后，很多投资者忙活了半天，却颗粒无收，甚至损失惨重。

表7-2

时　间	时髦的投资概念
1996—1999年	互联网，Dot com
2003—2006年	新兴市场，金砖四国
2005—2008年	大宗商品，黄金
2013年至今	一带一路，新丝路
2014年至今	新常态
2015年至今	万众创业，互联网+

在这个“找风口”的过程中，投资者就像本章开头故事中的那只乌鸦一样，屡屡不小心把自己口中的肥肉掉了下去。而那些从中获利的金融机构，则像树下的狐狸一样，不停地捡到乌鸦掉下来的肥肉，没事偷着乐。

狐狸和乌鸦的关系，有点像“周瑜打黄盖——一个愿打一个愿挨”。这背后有一个主要的原因，就是投资者自己越来越短视。

有越来越多的证据表明，我们大多数人能够付出的平均耐心程度越来越低。“现在就要”变成一种普遍的习惯和需求，而“等一下”则慢慢变成一种稀缺品。

比如美国一份研究[3]显示，众网民是否观看一个网络视频，在很大程度上取决于该视频的播放速度。如果需要等上10秒该视频才开始播放，那么大约有40%的用户会放弃观看；而如果要等上30秒才能看到该视频，那么大约有80%的用户会选择不再等待。

对于一家网站来说，其网页能否快速显示的“时间敏感度”更高。如果一个网页需要4秒才能显示，那么大约有25%的用户会选择关闭网页，不再等待。每过1秒，选择关闭网页的用户就会越来越多。由此可见，我们大部分人的耐心程度竟然需要以“秒”来计算。

在美国弗吉尼亚大学和哈佛大学做的一个实验[4]中，教授让实验对象独自坐在一个空房间内安静地思考。他们被告知，需要在椅子上至少坐15分钟，什么都不做。如果他们实在坐不下去，则可以选择通过电击自己的方式来结束这“残酷的折磨”。结果是，大约有2/3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的男士和 1/4的女士无法忍受“无所事事”的 15 分钟，选择用电击自己的方式提前结束这“漫长”的 15分钟。

从上面这些例子中我们可以看出，“耐心”，这个传统的中华美德正在变得越来越稀有。很多在大学教书的老师对此一定深有体会，在课堂上要想让同学们集中精神、心无旁骛地听课超过 30分钟，简直比登天还难。如果把他们的智能手机没收，规定一天只能上半小时的网，那就好比把吸毒犯的毒品没收一样，对方可能会和你拼命。

如此“缺乏耐心”的行为习惯，也极大地影响了广大投资者在金融市场上的投资行为。

图 7-5显示的是过去 20年美国股民平均持有某只股票的时间长度变化。从 1995年的 3个多月，到 2010年平均不到 1个月，股民持有股票的期限越来越短。要知道，在 20 世纪 40 年时代，那时候股民平均持有某只股票的期限是7年！

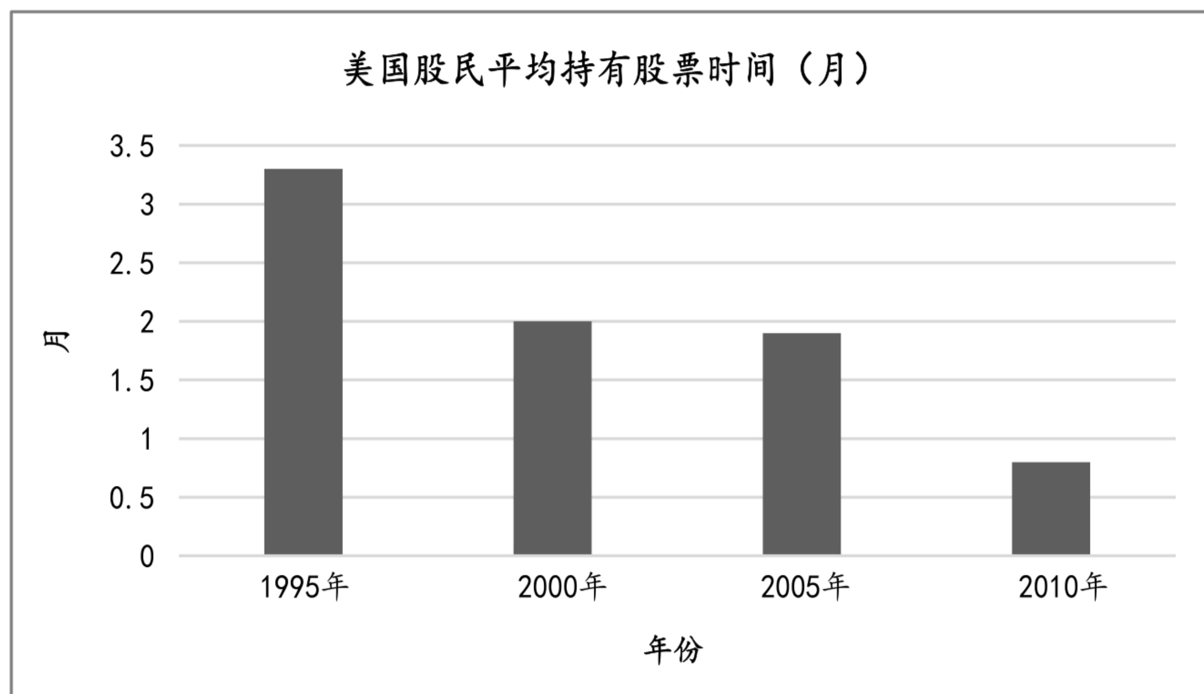


图7-5

数据来源：Orcam Financial Group

美国著名的对冲基金AQR的创始人Cliff Asness，在谈到传奇投资人巴菲特时说道：我以前一直觉得成功的投资主要基于天分。但当我对这个问题想得越来越多后发现，要想获得成功的投资，关键是要找到一个合理的策略，然后长期坚持。我们（AQR）研究了巴菲特的投资记录，这当然是非常出色的。但巴菲特的投资记录并不完全超乎人类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的极限。事实上，巴菲特最让其他人难以模仿的地方，是他始终坚持自己的投资策略达 35年以上。这是绝大多数人无法做到的。

Asness 在另一个访谈中说过：投资就像减肥一样。大家都知道，减肥没有什么秘密可言，无非就是“少吃多动”。但减肥难就难在“坚持”两字上。绝大多数人即使知道如何减肥，也无法坚持下来，管住自己的嘴和腿。这就是成功和失败的投资之间最大的区别。

作为个人投资者，我们应该注意到以下几点。

首先，有研究[5]显示，人类天生有“侥幸心理”。这种侥幸心理在买彩票的群众行为中特别明显：虽然大家都知道中奖的概率很小，但那些购买彩票的人又都愿意相信自己就是那个与众不同的幸运儿。而在这种“侥幸心理”的影响下，很多人抱着“一夜暴富”的不切实际的幻想去承担那些本来不应该承担的投资和投机风险，以至于蒙受不必要的投资损失，甚至家破人亡。

其次，也有研究显示，人类“过度自信”的行为学偏见导致我们极大地高估自己的投资能力，从而在过度交易中蒙受很大的投资损失。由于我们太过注重短期盈亏，因此当股票账户有一些正常的波动时，就无法控制自己的大脑和手，情不自禁地在股市中“搏杀”，到最后得到的投资回报还不如购买并长期持有低成本指数基金能够得到的回报。

生活在 21世纪的中国人，无疑是幸运的。身边一个个“猪都飞上天”的实例，让我们感觉自己只要稍作努力，也能轻易成为下一个“风口上的猪”。而在这样的大环境下，能够保持内心平静、心无旁骛地做一只耐心的“小乌龟”的投资者，渐渐成了稀有物种。

但历史经验告诉我们，一味追逐短期的利益，往往会导致牺牲长期的价值。就像那句老话所说的：笑到最后，才是笑得最好的。一个真正聪明的投资者，需要有控制自己的毅力和决心。因为他知道：酒，越香越醇。好的投资，需要时间才会有好的回报。

---

[1] Brad Barber and Terrance Odean,"Trading is Hazardous to Your Wealth:The Common Stock Investment Perf ormance of Ind ividual Inv estors,"Journal of Finance,V ol.55,2,April 2000,773-806.

[2] 两个零位一般是美国轮盘赌标准。欧洲的一些赌场里只有一个零位。在只有一个零位的轮盘赌里，赌客赚钱的概率更高一些。本例我们以美国标准来进行分析。

[3] Shunmuga Krishnan and Ramesh Sitaraman,Video stream quality impacts viewer behavior,IEEE/ACM Transactions on networking,V21,Issue 6,Dec 2013.

[4] https://www.theguardian.com/science/2014/jul/03/electric-shock-preferable-to-thinking-says-study

[5] Amos Tvers ky and Dani el Kah neman,"Belief i n the Law of S mall Num bers,"Psychological Bulletin 76,1971,105-110.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章 利益绑定

美国著名的投资传奇人物巴菲特说过，在生意和投资上要想成功，你需要把自己和公司的利益绑定在一起。这句话中所蕴含的一个非常深刻的道理就是：要想保证任何商业伙伴之间的信任关系不受滥用，一个最重要的原则就是将合作双方的利益绑定在一起。

通过利益绑定的方法来降低合作双方欺诈对方的可能性的做法，自古有之。公元 400 多年时，罗马帝国和匈奴帝国为了保证互相不侵犯，会把君主的孩子作为人质送到对方国家，以保证对方在发动进攻前有所顾忌。如果其中一国的君主想要侵犯另外一国，那么至少他也要承担失去自己孩子的风险，体验到被侵犯国人民的痛苦。类似的做法在春秋战国时期的各国之间也很普遍。

一个聪明的投资者，首先应该理解我们的先辈选择这么做背后深层次的人性原因，然后从他们的经验中总结教训，合理保护自己的投资利益。

在本章中，我首先会列举几个具体案例，帮助大家理解“利益冲突”这个概念。然后我会针对金融投资中比较普遍的利益冲突问题，提出保护投资者权益的解决办法。

8.1 黑石集团

黑石集团（Blackstone Gro up）由两位美国人施瓦茨曼（Stephen Schw arzman）和彼得森（Peter Peterson）在1985年创立。截至2017年3月底，黑石集团管理的资金规模为3680亿美元左右，主要以私募股权（PE）为主。

黑石集团的创始人施瓦茨曼是一位亿万富翁。根据福布斯杂志的估计，施瓦茨曼在2017年个人资产大约为120亿美元，名列全球富豪榜第112名。

2013年 4月，施瓦茨曼向清华大学捐赠 1亿美元，设立施瓦茨曼奖学金项目。该项目将为来自世界各地的 200 名学生支付他们在北京清华大学参加为期一年的硕士学位培训项目的所有花费。

2007年5月，中国中投集团（CIC）宣布投资30亿美元（每股29美元）购入黑石集团 9.9%的股份。2008 年 10 月，中投集团宣布追加购买黑石集团股份，其持股比例从9.9%提高到12.5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黑石集团创始人施瓦茨曼在中国的捐款，以及中投集团对黑石集团的投资，使得该公司在中国名声大噪。很多第三方理财机构在推销一些私募股权基金时，都会提到黑石集团的产品。在中国的高净值人群中，黑石集团有非常不错的知名度。

下面要和大家分享的，是黑石集团涉及的一桩买卖。这桩买卖的细节由美国华尔街日报 [1] 披露。

如图 8-1所示，2010年，一家名叫 Swift River 的公司在一家名叫 iLevel Solutions的科技公司中投资了700万美元，购得该公司25%的股份。

2015 年，黑石集团控制的一家公司以 7500 万美元的价格收购 iLevel Solutions。以这个价格计算的话，Swift River持有的iLevel Solutions的股份市值在5年间从700万美元上升到1875万美元，投资回报超过100%。

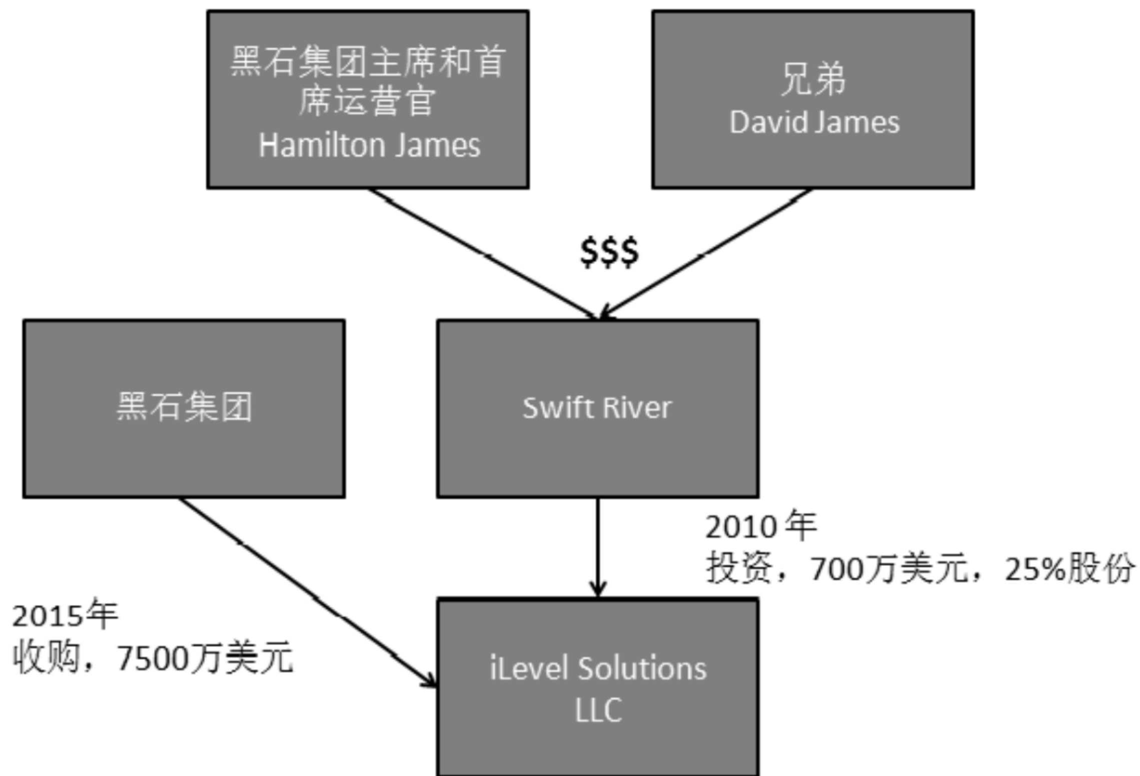


图8-1

数据来源：华尔街日报

这本来似乎是一笔很正常的交易。但问题就出在 Swift Ri ver 这家公司的背景上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Swift Riv er 这家公司有什么特别之处呢？原来它是黑石集团主席和首席运营官Hamilton Jam es的“家族办公室（Family Office）”，专门打理Hamilton James 的个人资产。Swift Ri ver 公司的总经理是 Hamilton Jam es 的亲兄弟，David James。

因此，这笔交易的问题就在于：在 Swift River 当初投资 iLevel So lutions时，有没有得到内幕消息，提早知道黑石集团控制的公司可能会收购 iLevel Solutions？作为私募股权基金经理（GP），黑石集团是把投资者（LP）的利益放在第一位，还是把自己的利益放在第一位？如果遇到潜在的利益冲突（比如黑石集团和Swift River都看中一家非常好的标的公司），谁有投资优先权？

所有这些问题都是很难回答的。根据华尔街日报的报道，黑石集团断然否认 Swift River 的投资和其投资者有任何利益冲突。该文章截稿时，也没有证据显示黑石集团的主席 Hamilton Ja mes 本人参与了 Swift River 对 iLevel Solutions的投资决策。

问题在于，没有证据不代表事情没有发生。很多时候，一家人关上门讨论什么，外人是无从知晓的。当Hamilton J ames和他的兄弟David Jam es一起出去看电影或者喝杯啤酒时，偶然聊到黑石集团看好某一家公司，在将来可能会有收购的可能这样的对话，其他人是不可能听到的。而很多时候，对于一个高智商的投资经理来说，要从一段看似漫不经心的“无心之语”中读出关键信息，及时作出恰当的投资决策，并不是什么难事。

根据华尔街日报的报道，像黑石集团总裁这样在管理客户资金的同时，还开个“小金库”专门管理自己“私房钱”的做法并不仅此一家。有不少名气响亮的大基金总裁，比如 TPG（德州太平洋集团）的创始人 David Bonderman、Tudor 基金的创始人 Paul T udor Jones、Apollo 的创始人 Joshua Harris等都有类似的做法。

这也是很多私募基金投资者面对的窘境。一方面，投资者想要通过购买基金来提高自己的投资回报。由于自己缺乏相应的渠道或者专业知识，因此很多投资者只能选择把钱交给专业的基金经理进行管理。

但另一方面，通过私募基金这样的形式进行投资，也就意味着投资者需要对基金经理充分信赖。因为在投资者把钱交给基金经理之后，基金经理心里在想什么，如何作出他的投资决策，为什么买这家公司而不是那家公司，为什么选这个时候买，这些问题对于投资者来说都是未知数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这就是私募基金投资者面临的两难处境。投资者只能向上帝祷告：希望这位基金经理有点良心，把投资者的利益放在他自己的利益之前，不要做出那些损人利己的恶心事。

8.2 瑞士央行

投资经验丰富的朋友都明白，在金融投资中信息就是金钱。如果自己可以比别人更快地得到高质量信息（内幕消息），那么就有更大的概率取得超额投资回报。

在这里和大家分享一个有趣的例子。2011 年 9 月初，瑞士央行忽然对外宣布，强行干预欧元兑瑞郎的汇率，将其保底汇率锁定在1：1.2 0的位置。这个决定被称为外汇市场上的“黑天鹅”，出乎绝大多数人的意料。在消息被公布后，瑞郎立刻大跌，在15分钟内就下跌了15%。

后来瑞士央行爆出丑闻，其央行行长Philipp Hi ldebrand的老婆Kashya在同年8月就卖出瑞郎，然后在该年10月又买入瑞郎（如图8-2所示）。在这笔交易中，Kashya获利6万瑞郎。

这是不是一笔内幕交易？作为瑞士央行行长 Hildebrand 的老婆，有没有可能在瑞士央行宣布其保底汇率政策之前就提前获得消息，所以才会做空瑞郎？这是一个永远找不到答案的问题：夫妻两人经常在一起吃饭、看电视或者出行，谁能证实他们说过或者没有说过什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

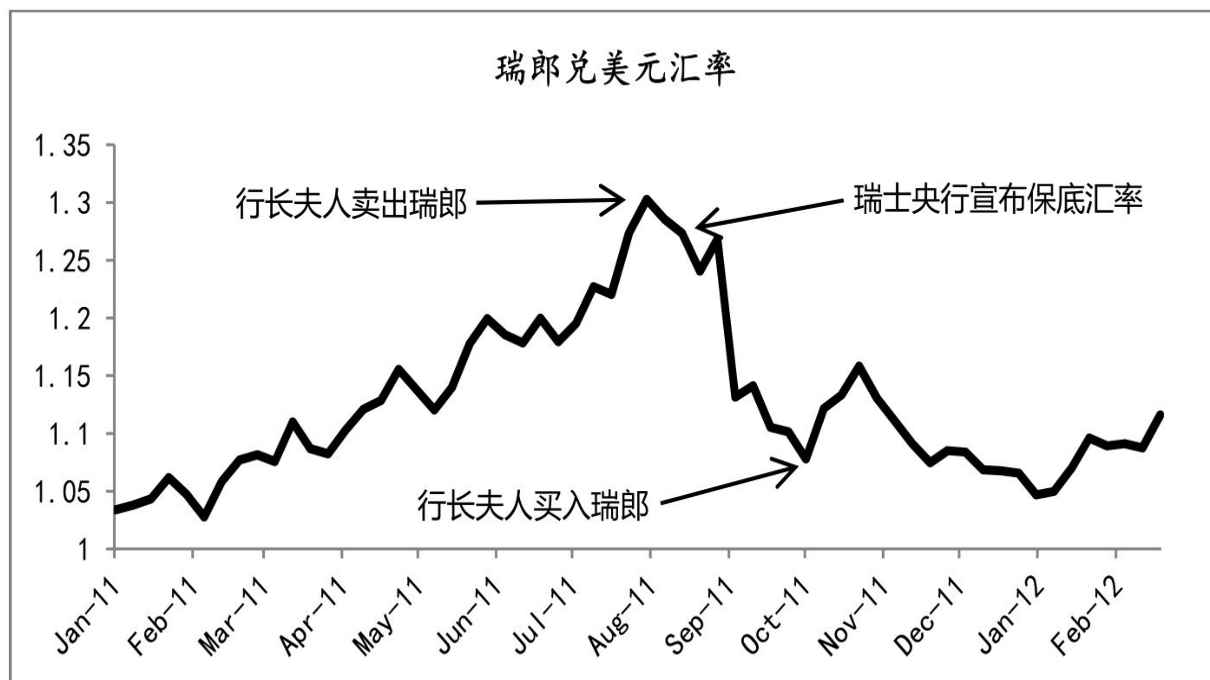


图8-2

数据来源：谷歌金融

2012年 1月，当时的瑞士央行行长 Hildebrand引咎辞职，其辞职的主要原因就是他没有处理好国家利益和家人利益之间的冲突。在他的辞职声明中包含一封他和他老婆之间的电子邮件，该电子邮件显示，2011 年 8 月他老婆卖出瑞郎后，通过电子邮件通知老公，但是 Hildebrand 并没有在第一时间要求老婆将交易取消。

如果一个人有机会接触“内幕消息”，那么他要想保持完全中立，不利用自己的信息优势去获得一些好处，几乎是不可能的事。

图 8-3 显示了美国不同的投资者类型在投资中的回报。这些投资者被分类成：普通散户（韭菜）、公司高管、国会议员和议会议员。我们可以看到，普通散户根本无法战胜市场，得到的年均回报比市场平均回报低 1.5%左右[2]。但是拥有信息优势的公司高管和国会议员就不一样了。国会议员在投资中的回报比市场平均回报每年高出12.3%，信息的价值在这个例子中得到了完美体现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

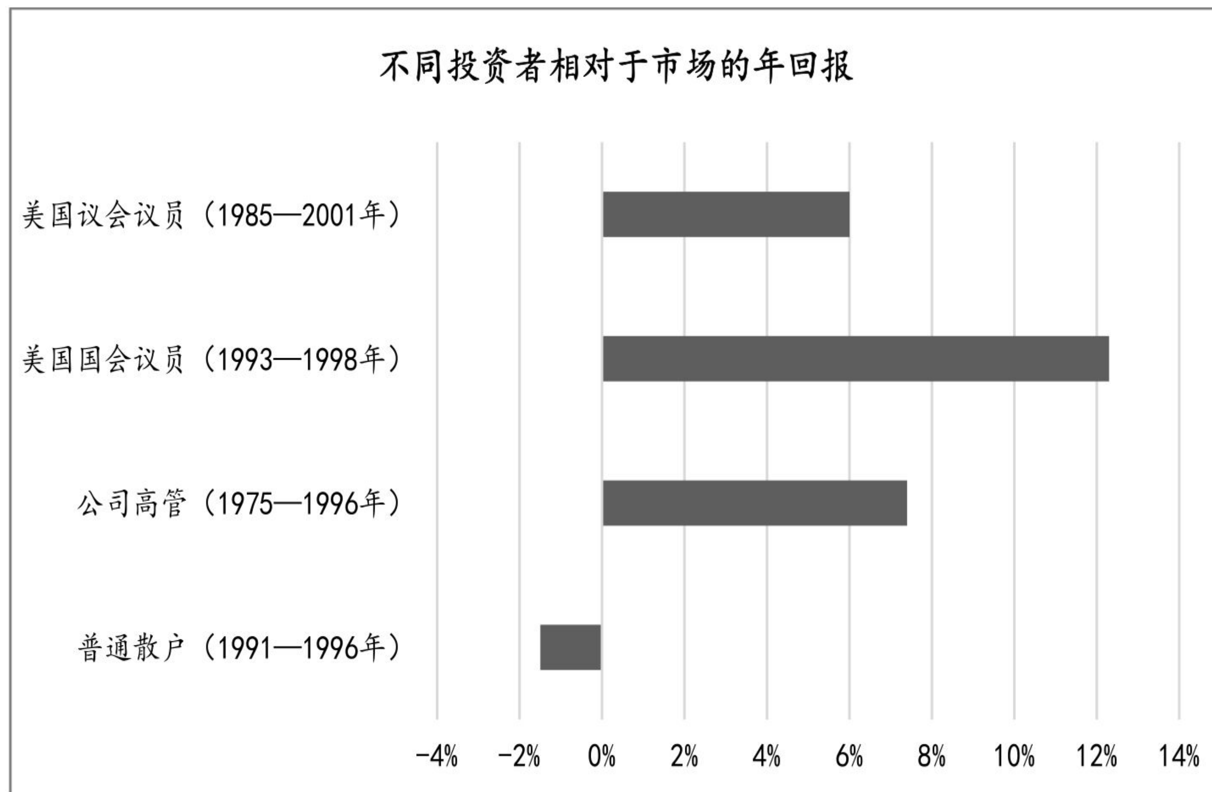


图8-3

数据来源：Alan J.Ziobrowski，PhD，Ping Cheng，PhD，James W.Boyd，PhD，and Briggitte J.Ziobrowski，PhD，"Abnorma l Returns from the Common Stoc k Investments of th e U.S.Senate，"Journal of Financial and Quantitative Analysis，Dec.2004.

上面这些例子告诉我们，近水楼台先得月。不管是上文中一开始提到的黑石集团的例子，还是后来提到的瑞士央行的例子，如果没有一套机制来确保市场环境的公开和公平，那么广大投资者和散户总是会沦为“信息灵通人士”忽悠的对象。

要把这个问题进一步说清楚，就需要提到“代理人问题”这个概念。接下来，我会在下一个章节详细分析一下“代理人问题”。

8.3 代理人问题

在我们平时遇到的各种经济活动中，有一个比较普遍的令很多人都头疼的问题，叫作代理人问题（Agency Problem）。而如何对付代理人问题，有很大的学问。

首先来说说什么是代理人问题。随着一个经济体越来越发达，有一个显著的特征变化就是社会分工的细化——小到吃饭、理发、擦皮鞋，大到看病、投资、打官司。在这样的社会中每个人都有自己的专

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长和技能，而我们无时无刻不在和别人互相交换各自的专业技能，以达到共赢的目的。

在我们和别人交换专长的时候，每一次交换都是一个雇佣关系和技能租借关系。比如找一个装修队帮我装修房子，我们签好合同规定装修费为 50万元。那么通过支付装修费，我租借了这个装修队里所有成员的装修技能，包括水电工、木匠、砖瓦匠、油漆工等。

但即使有白纸黑字的装修合同在，作为房主我还是会面临一个代理人问题。因为我不是装修专业人士，而且装修队在装修时我不可能每时每刻都在现场监督。对于装修队来说，他们装修的不是自己的房子，因此在这个雇佣关系中，主人（Principal）和代理人（Agent）的利益并不一致，甚至有冲突的地方。

对于主人来说，我追求的利益是用最好的和最健康的材料，完成最漂亮的和最耐久的装修。而对于装修队来说，其追求的利益是花最小的成本，用最次的材料，在不被主人发现的情况下最快地把这笔钱赚到手以后去做下一个装修生意。两者利益冲突的地方在于代理人（装修队）用的材料越好，花的精力越多，他们能够赚的利润越小。

装修中的“代理人问题”绝不是个例。类似的问题在投资中也很常见。

举例来说，基金投资者（主人）和基金经理（代理人）之间就是典型的雇佣关系。基金投资者看重基金经理的投资技巧，通过雇佣关系来租借基金经理的投资技能，帮助投资者获得更好的回报。但是就像任何雇佣关系一样，这里面有一个潜在的代理人问题，即基金经理和投资者的本质利益并不是完全趋同的。投资者想要低风险、高回报，希望付给基金经理的报酬越低越好。但是基金经理首先考虑的是自己的收入。由于基金管理费是基金经理管理的资金规模的百分比，因此对于基金经理来说，关键是要管理更多的资金，而不是给予投资者更好的回报。

美国著名的金融作家 Charles Ell is曾经写过一本畅销书，*The Partners hip* ，讲述的是美国投资银行高盛公司的发迹历史。在本书的一个章节中作者提到，管理高盛资产管理部门（GSAM）的合伙人在经历了几年的挫折之后有一个瞬间醍醐灌顶，忽然意识到该部门的主营业务并不是设计出最好的投资策略，而是如何集聚他们可以管理的资产。换句话说，业绩不是最好并不是大问题。是否圈得到钱，并且从这些钱中收取相应的费用，才是更重要的问题。

所以在基金投资这个行业，我们看到的更多的是利益错配，而不是利益绑定。举例来说，一般基金经理的收费标准是管理费（比如每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年 1%～2%）外加业绩分成（比如每年 10%～30%不等）。在这种情况下，如果基金赚钱，投资者有的赚，经理也有的赚（管理费+业绩分成）；但是如果基金亏钱，投资者亏了，基金经理却继续赚钱（管理费照收，最坏情况是没有业绩分成）。

也就是说，投资者需要承担风险自负盈亏，而基金经理则旱涝保收，在任何情况下都能过得不错。投资者和基金经理两者的利益发生了高度错配，对于投资者来说更加不公平。一个聪明的投资者，应该意识到这个问题的存在。

很多读者可能已经等不及了：我现在开始渐渐明白你说的“代理人问题”这个概念了，可是有什么比较有效的应对措施呢？这就需要讲到下面一个非常重要的概念：利益绑定。

8.4 利益绑定

在各种经济活动和价值交换过程中，都可能出现上文中提到的这种利益错配。对于这种现象，我们的先辈在千年以前就发现了问题，并且给出了一个非常有效的解决办法：利益绑定。

利益绑定，在英语里也有个说法，叫作 Skin in th e game。这个短语的说法来自于古希腊。

在古希腊的一所摔跤学校门口，写了这么几个字：Strip，or Retire（要么脱，要么走开）。这是什么意思呢？原来在古希腊的摔跤学校里，所有参加的学生都是裸体学习摔跤并进行比赛的。在这里没有观众：你要么脱了衣服进来参加摔跤，要么别进来。也就是说，只有真正想进来学习摔跤，并且用自己的行动证明自己意愿的学生，才有资格踏入这所学校的门槛。学校不欢迎打嘴炮的看客。进入学校就必须把自己输赢的利益绑定，这样才能真正学到摔跤这项技能。这是Skin in the game（利益绑定）的最早出处之一。

世界上最古老的文明古国之一古巴比伦，留下过一部经典的法律，叫汉谟拉比（Hammurabi’s code）。这是世界上流传至今最古老的法律之一。在汉谟拉比中有一条是这样说的：如果建造的房子倒塌压死了住在房子中的住户，那么建造房子的建筑工也应该被处死。如果房子中的主人的孩子被压死，那么建筑工的孩子也应该被处死。

在那时候，建造房子的质量很难检查，建筑工最容易做的事情是在房子的地基中偷工减料，以此获利。因此，如何保证建筑工履行自己的责任是一件令人十分头痛的事，于是有了上面的法令。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这条法令背后的逻辑就是利益绑定。如果房子倒塌砸死了房主的孩子，那么房主会经历非常深刻的丧子之痛，而这种痛苦建筑工是体会不到的。因此，为了让建筑工像房主那样关心房屋的质量，需要制定法律以让建筑工在房屋倒塌时体会到和房主相似的痛苦，所以会把建筑工的孩子也牵涉进来。由于缺乏人性，这样的法律早已被废止，但是其中蕴含的“利益绑定”的逻辑值得我们思考。

古巴比伦绝不是运用利益绑定原则的唯一国家。战国时期，国家和国家之间通过互换人质以保证和平的做法非常普遍。秦庄襄王异人年轻时被当作人质送往赵国，被吕不韦发现当作“奇货可居”，用千金把异人偷出赵国，做成了中国历史上获利最大的生意之一。那个人质，是利益绑定的又一个例子。

在任何主人（Principal）和代理人（Agent）发生的雇佣或者技能租借关系中，聪明的主人总是会想方设法来降低代理人问题，并提高代理人和主人之间的利益共同性。当然，现在是现代社会，不能再沿用古巴比伦用孩子一命抵一命的野蛮方法。因此，我们要在合法文明的框架下设计降低代理人问题的解决之道。

举例来说，公司的股东和职业经理人之间就是典型的主人和代理人关系。对于很多大公司来说，他们应对代理人问题的主要手段是给职业经理人公司股票或者公司股票期权，将职业经理人的收入和公司的股票价格挂钩。这种做法背后的逻辑就是：如果经理人有了很多公司股票，那么他就会把自己放在公司股东的位置上来考虑问题，而不是把自己纯粹当作一个打工仔。当然，最后这样的激励机制是否奏效取决于很多其他复杂的因素，比如该经理人本身的道德水准、他的薪酬设计、公司的治理水平和文化等。但不管怎么样，股权激励是很多大公司最常用的薪酬策略之一，其背后的逻辑就是利益绑定。

美国投资大师巴菲特对这个问题的理解非常深刻。他自己就是这样以身作则的：作为伯克希尔·哈撒韦公司的主席，巴菲特每年领取的薪水是 10万美元。对于如此大规模的一家公司来说，巴菲特的薪水简直低得可怜。他这样做的主要目的，是把自己作为公司管理层的利益和公司股东的利益绑定在一起。也就是说，巴菲特的主要资产都在公司股票里，而他的收入主要来自于公司股票的增值。这样的安排就能在最大程度上绑定主人（公司股东）和代理人（作为经理人的巴菲特）的利益，真正做到同荣同辱。

现在我们回到上文中提到的黑石集团问题上。如果投资者想要消除黑石集团总裁将自己利益放在顾客利益之上的疑虑，那么一个最好的办法就是确保该经理在投资人投资的基金中有很大一部分是自己的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金。在这种情况下，基金经理不光在为投资人投资，也在为自己投资，这是最牢靠的利益绑定方式。

事实上，很多大机构在投资任何基金前，都会要求基金经理在其兜售的策略里至少投入相当一部分自己的储蓄（比如基金经理自己的30%以上的家当）。在这种情况下，当投资者赚钱时，基金经理跟着一起赚；而当投资者亏钱时，基金经理也亏损至少相似的程度，经历类似的痛苦。这样的利益绑定，是保证基金经理把投资者的钱当作自己的钱来看待，以最认真负责的态度来对待这些资金的最好办法。

8.5 言行一致

在商业社会里，我们几乎每隔几天就会收到一些产品和服务的推销材料。这些销售人员巧舌如簧，夸夸其谈，让人感觉不购买他们推销的产品似乎就会错过一座大金山。

套用“利益绑定”原则，我们可以用“言行是否一致”这个标准，来判断这些销售人员是否将自己的利益和其销售对象（消费者/投资者）的利益绑定在一起，并以此来判断对方是否值得信赖。

比如我们经常在电视上看到一些知名的经济学家，多年前就开始唱空房价。但如果消费者真听了他们的话，没有作出购房决定，那么可能会蒙受很大的损失。这其中存在一个很大的问题就是没有利益绑定。对于这样的经济学家来说，在电视上随便张口说说他们对房价的预测是没有成本，只有好处的。如果房价真的下跌，他们就可以继续兜售自己对于经济精准的预测，进一步提高自己的知名度和出场费；而如果房价上涨，他们也没有什么损失。

如果有一种利益绑定式的惩罚机制，规定对于唱空房价的经济学家，在房价上涨时受到和房价上涨幅度相匹配的经济损失，体验一下那些踏空房市的老百姓的真实痛苦，那么我相信这些经济学家在给出他们的建议和意见之前会三思而行。

也有一些学者、专家为一些 P2P 公司做推广宣传，利用他们的名气来吸引更多的投资者。只要 P2P 公司愿意付出邀请这些学者、专家的出场费，对他们来说就是一门保赚不赔的好生意。站一下台，讲两句话，就有不菲的收入。而这家公司到底是否正规，有没有玩旁氏骗局，他们是不关心的。

如果规定专家代言过的 P2P 平台，一旦倒台之后他们也要受到和其他投资者相似的经济损失，体会一下那些被欺骗和忽悠的投资者的痛苦，那么相信这些专家就会对自己的言行更加谨慎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反过来也是一样的，投资者在作出投资决定之前，需要调查清楚对方有没有和自己进行利益绑定，对方是否言行一致。

比如对方向你卖保险，你应该问他：你自己花了多少钱买保险？占你的收入和净值的百分之多少？你为自己的老婆和老妈买了什么保险？

比如对方向你出售化妆品，你应该问他：你自己买了多少这样的化妆品？你有没有为你的老婆和老妈购买？

比如对方向你推销理财产品，你应该问他：你自己买了多少？如果该产品下跌20%，你损失多少钱？你从销售该产品中获得的好处是多少？

只有确保利益绑定，才能从根本上降低代理人问题，最大限度地保护我们自己的利益。

---

[1] https://www.wsj.com/articles/wall-streets-new-problem-when-fund-titans-invest-on-the-side-1493218214

[2] Alan J.Ziobrowski,PhD,Ping Cheng,PhD,James W.Boyd,PhD,and Briggitte J.Ziobrowski,PhD,"Abnormal Returns from the Common Stoc k Investments of the U.S.Sen ate,"Journal of Financial and Quantitative Analysis,Dec.2004.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章 算命先生

2013 年诺贝尔经济学奖得主，美国芝加哥大学金融教授尤金·法玛说过：在我看来，那些挑股票的基金经理就好像算命先生一样。但我不想说算命先生的坏话。

法玛教授为什么这么说呢？因为在投资行业，各大机构和新闻媒体最热衷的活动就是制造各种“算命神仙”。从媒体角度来讲，某位大神如果在什么时候准确预测到了房价的崩溃，或者股票市场的转折点，那么这个故事就具有非常大的新闻价值，因此会被媒体记者广为报道。

很多人阅读经济评论，观看投资节目的目的就是获取一些“短平快”的投资“秘籍”和“小道消息”。记得有一次，笔者跟中国某电视台（为了避免纠纷，在此隐去该电视台名称）的工作人员就一档节目合作进行讨论。该工作人员直言不讳：现在的电视观众，就希望你在投资类节目中报股票代码。别浪费时间说那些虚的，直接告诉我哪只股票明天可以上涨20%。

从金融机构的角度来讲，他们旗下有一位“赛半仙”，就是公司最好用的宣传品牌，能够帮助他们把金融产品推销给更多的投资者。

我相信，大部分读者朋友应该都不相信号称能够预测未来的“怪力乱神”。那么在金融行业，是否存在那些能够预测股市、房市和宏观经济的算命先生呢？他们的预测记录如何呢？作为投资者，我们应该如何理性地看待这个问题呢？本章就来重点分析这些问题。

9.1 高盛的投资建议

有一天，一位朋友忽然打电话给我，神秘兮兮地跟我说：伍老师，你收到我的邮件了吗？可以帮我看看邮件中的投资建议吗？

后来我查了下邮件。原来这位朋友发给我的是美国投资银行高盛公司给出的 2017年投资建议。我就打电话告诉这位朋友：X总，您给我发的就是一个券商的投资建议而已，这种所谓的投资建议看看就好，不能太当真。聪明的投资者要为自己着想，不要被这些“金融鸦片”欺骗了。

什么叫“金融鸦片”呢？就是在金融行业里有一些写手，专门炮制一些对市场的分析和预测，并给出各种投资建议，比如 XX股票会下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌、XX基金会上涨之类的分析报告。由于广大投资者喜欢赌博的天性，这些“金融鸦片”让人欲罢不能。但就像毒品一样，投资者如果沉溺于此，那将会是一件非常危险的事。

1999 年，美国的福布斯杂志刊登了一篇非常有名的文章，叫作[1] *Confession of a former mutual fund reporter* （一个公募基金记者的忏悔）。在这篇文章中，作者说道：我曾经是一个专门报道公募基金的记者。在白天，我们狂写那些类似于“最好的六只基金”这样的报道。而在晚上，我们自己偷偷去购买那些费用低廉的指数基金。

这就是“金融鸦片”的实质：“写手”们为了商业利益不断炮制这些垃圾，引诱投资者染上“投机瘾”而欲罢不能，这样那些相关利益团体（比如券商、基金经理、金融报刊等）就能从中获得各自的利益。而他们自己是绝不会去沾染这些“金融鸦片”的。

有些读者可能会问：高盛公司是世界上最有名的投资银行之一，他们的员工都是百里挑一、非常优秀的天之骄子。这么聪明的一家公司，怎么可能生产出这种金融垃圾呢？这是一个非常好的问题，值得我们花点时间细究。

首先，券商的分析师为了自己的利益向投资者提供糟糕的投资建议的例子数不胜数。2001年，在美国的“安然公司”宣布破产前的6星期，在17位跟踪“安然公司”的卖方分析员中，有 15位依然向投资者建议“买入”该公司股票[2]。听从这些建议的投资者遭受了灭顶之灾。

2002 年，美国的美林证券（Merrill L ynch）爆出丑闻[3]，该公司的分析员经常向客户推荐他们私底下觉得烂得一塌糊涂的股票。美林证券被爆出的公司内部邮件显示：这些年收入超过几百万美元的分析员，在报纸和电视上夸夸其谈，向广大投资者推荐各种估价高得离谱的股票。私底下，他们互相调侃：只有笨蛋和傻瓜才会去购买这样的股票。因为这些令人作呕的做法，美林证券后来同意向美国证监会上缴 1 亿美元的罚款。但是被他们忽悠了的投资者，因为被牵着鼻子走而损失的真金白银可是永远都追不回来了。

券商给出的投资建议对投资者来说价值不大，主要有两个原因。首先，要正确预测市场是一件非常困难的事。如果这些分析师真的有持续准确预测市场的“神力”，那么他们应该自己去做投资，这样赚钱岂不是更直接？

其次，券商的利益和投资者有直接的冲突。投资者需要的是能够带来回报的好的投资建议；而券商作为一个金融市场的中介，他们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

核心利益在于佣金收入。只要能够刺激投资者增加交易数量，挣得更多的佣金收入，对于券商来说就是一笔好买卖。

根据美国彭博社的报道[4]，在 2015 年年底，作为对于下一年（2016 年）的展望，高盛公司向他们的客户推荐了 6 个投资建议（2016 年最佳投资策略）。这些建议包括：卖空欧元和日元，看多通货膨胀率，购买墨西哥等新兴经济体的货币等。

到了2016年2月初，也就是两个月不到的时间，高盛公司宣布收回这6个建议中的 5 个，因为它们全都错得离谱。如果投资者按照高盛公司的建议真的去做了这些投资操作，那么就会遭到非常大的损失。

英语里有句话叫作Fool me once，sh ame on y ou.F ool m e tw ice，sham e on me.意思是：骗我一次，你真无耻。骗我两次，是我活该！所以建议大家，为自己着想，看好自己的钱包。指望券商的投资建议来帮助你致富，实现金融自由，是非常幼稚的想法。

在这里，让我向大家推荐一本经典书：《客户的游艇在哪里》（*Where A re the Cus tomers’ Ya chts?* ）[5]。这本书也是巴菲特向广大投资者朋友推荐的必读书目之一。书名的由来是：当你和一位非常成功的券商或者投资银行家出去吃饭时，他可能会告诉你他有多么成功：穿着几万美元一套的西服，吃着高档饭店的大龙虾，进出必坐头等舱，非五星级宾馆不住。

这位成功的券商或者银行家可能还会告诉你：这是我那价值好几百万美元的游艇。很多人可能没有意识到的是：游艇的主人好像都来自于券商和投资银行。那么问题来了：客户的游艇在哪里呢？

很遗憾的是，在这场令人炫目的金融游戏中，到最后占便宜的似乎总是这些券商和投资银行里的“成功人士”，而不是他们的客户，即投资者。事实上，银行家能够买得起昂贵的游艇的主要原因之一，就是有那么多“人傻，钱多，速来”的投资者在不知不觉之中为他们的奢侈买了单。

9.2 预测是很困难的

上面一节和大家分享了一个高盛银行作出的糟糕预测的例子。有些朋友可能会说，这只是一个个例，不一定具有代表性。因此在这一节中，我们就来重点说说“预测”这个话题。

我们首先需要意识到的是，持续对未来作出正确的预测，是一件非常困难的事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

举个例子来说，美国的穆迪公司有一套非常复杂的分析模型，专门用来预测谁会赢得美国总统选战的胜利[6]。该模型综合了很多数据，比如美国各州的经济指标、房价、汽油价格、个人收入情况等一大串宏观经济数据。

从 1980年以来，该穆迪模型连续 9次作出正确预测。要知道，在1992年，来自阿肯色州的“无名小辈”克林顿战胜老布什，出乎很多人的意料。而 2008 年奥巴马成功成为美国历史上第一任黑人总统，又让很多人大呼意外。而穆迪公司的这套神奇的总统选举预测模型竟然全都猜对了。

然而，在 2016年的总统选战中，穆迪模型预测希拉里将以绝对优势赢得总统宝座。这着“臭棋”也终结了神奇模型长达 30 多年的连续预测准确的“骄人纪录”（见表9-1）。

表9-1

年　份	穆迪模型预测	选举获胜者
1980	里根	里根
1984	里根	里根
1988	老布什	老布什
1992	克林顿	克林顿
1996	克林顿	克林顿
2000	小布什	小布什
2004	小布什	小布什
2008	奥巴马	奥巴马
2012	奥巴马	奥巴马
2016	希拉里	特朗普

数据来源：穆迪

要想对诸如总统选战这样的事件作出正确预测，本来就是一件难度相当高的事情。2006年，美国宾夕法尼亚大学教授 Philip Tetlock出版了一本畅销书，叫作 *Expert Political Judgement: How Good Is It? How Can We Know?*[7]（《专家对于政治事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

件的判断力有多好》）。在书中，Tetlock 援引了一个非常有趣的研究实验。

Tetlock和他的团队收集了在 1984—2003年间 284位专家做过的28 00 0个预测。这些预测来自于各行各业的专家，包括记者、教授、分析师等，覆盖了那个时代主要的一些政治和宏观预测。

在对这些预测做了详细的检验后，作者得出结论：这些专家的预测准确率，只是比投硬币靠运气猜测稍微好一丁点而已。并不是说这些专家都是白痴：他们的预测准确度确实比门外汉（控制组：一群大学生）要稍微准确一些，但是更准确的幅度非常小。

同时，Tetlock 和他的团队发现：一旦有了一定的基本知识，那么更深的行业知识对于提高预测的准确度没有任何帮助。举个例子来说，一位加拿大专家和一位俄罗斯专家，对关于俄罗斯问题的预测准确度基本一样，没有实质性区别。

1982年，来自于美国麦肯锡咨询公司的Thomas Peters和Robert Waterman合作出版了一本畅销书，叫作*In Sear ch of Excellence*（《寻找伟大的公司》）。在书中，作者列举了6个标准，并依据这6个标准挑选了30家左右最伟大的公司。

这6个标准是：资产增速（Asset Growth）、股本增速（Equity Growth）、总资本回报（Return On Total Capital）、股本回报率（Return On Equity）、销售利润率（Return On Sales）和市净率（Book To Market Ratio）。

基于以上6个标准，作者选出了如表9-2所示的一组“伟大”的公司。其中有很多名头很响的公司，比如波音、国际商务机器、英特尔、麦当劳等。

表9-2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伟大的公司					
Amoco Data	General	Fluor	凯马特/K Mart	英特尔/Intel 3M	
雅芳/Avon	达美航空/ Delta Airline	卡特彼勒/ Caterpillar	迪士尼/Disney	强生/ Johnson & Johnson	默克/Merck
波音/Boeing	陶氏化学/ Dow Chemical	Dana	柯达/Kodak Mayt	ag	National Semiconductor
Bristal Myers	杜邦/Dupont	惠普/HP IBM		麦当劳/ MacDonalds	宝洁/P&G
Raychem	施伦贝格/ Schlumberger	德州仪器/ Texas Instruments	沃尔玛/Walmart	Wang Labs	

数据来源：Thomas Peters，Robert Waterman，In Search of Excellence，1982

这样的选择过程看起来非常有逻辑和系统性，这也是为什么作者能够基于这些理论写一本书的缘故。但问题是，通过这种方法选出来的公司真的“伟大”吗？

美国学者Clayman在1987年和1994年写了两篇学术论文[8]，对这个问题进行了比较细致的研究。根据上书中提到的这些标准，Clayman将美国公司分为“伟大（Excellent）”和“渺小（Unexcellent）”两大类。渺小的公司是根据书中的 6 大标准选出的排名最末端的一些公司。然后 Clayman 将两类公司的股价表现进行对比，发现那些“渺小”的公司的股价业绩回报远远高于“伟大”的公司。也就是说，看似“伟大”的公司，其股东回报并不“伟大”（见表9-3）。

表9-3

	伟大的公司	渺小的公司
年回报 12.	7%	24.4%
相对于标准普尔 500 指数的年回报 1.	1%	12.4%

数据来源：Michelle Cla yman，In S earch o f Exc ellence：The Inv estor’s Viewpoint，Excellence Revisited 1987 and 1994，Financial Analysts Journal

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2016 年 1 月，美国报刊《华盛顿时代》上刊登了一篇经济预测文章。作者指出：由于中央银行“错误”的货币政策以及石油价格的波动，美国和世界其他国家将在 2016 年经历一场经济衰退。同年 2 月，美国摩根大通银行（JP Mor gan）的经济研究部门作出预测，2016 年美国有 81%的可能性会发生经济衰退。

如今 2016年过去了，即使我们经历了像“英国脱欧”这样的“黑天鹅事件”，但全球主要经济体并没有发生耸人听闻的经济衰退。这让我想起了经济学界的一句玩笑话：在过去的5次经济危机中，经济学家预测到了15次。

这样的“预测乌龙”事件，不光限于美国，在我们中国也比比皆是。

前海开源基金董事总经理，首席经济学家杨德龙在 2016年多次高调看好A股被纳入明晟指数（MSCI）。2016年5月27日，杨德龙在接受《经济通通讯社》专访时表示，A股纳入明晟指数的可能性非常大，预计超过 90% [9] 。没过多久，明晟宣布当年还没有将A股纳入明晟指数的计划。

2016年1月1日，中国股市正式开始实施“熔断机制”。对于该机制的推出，海通证券曾发布过一则研报称：“熔断机制”是成熟市场的必备机制，有助于稳定市场过激情绪。熔断机制可以应对突发情况，缓和市场情绪，有效改善交易氛围。中金公司发表研报表示：“熔断机制”的引入会起到部分稳定市场的作用。由于市场波动加大时，交易将被强制性中断，因此“熔断机制”能够起到一定的稳定市场的作用。

结果“熔断机制”刚开始实施，就创下了多个历史纪录（比如最短开盘时间）。在“熔断机制”实施了一个星期之后，上海证券交易所、深圳证券交易所、中国金融期货交易所于2016年1月8日宣布暂停施行“熔断机制”。

上面例子告诉我们：

（1）要想持续准确地预测未来是一件非常困难的事情。如果轻易地听信那些“专家”对未来作出的预测，并基于这些预测作出自己的投资决策，那么投资者就需要承担很大的风险。

（2）有时候某些专家因为作出过一两次正确的预测就名声大噪。但是我们很难断定，这是因为他/她确实有独到的见解，还是只是运气特别好而已。如果没有证据显示该专家有长期预测准确的能力，那么去盲信他/她的投资建议就是非常危险的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）这么多专家的预测错得离谱，是不是代表专家都是在忽悠大众？产生这样的想法虽然可以理解，但也未免过于极端。专家的知识水平和判断力确实高于门外汉，但是由于这个世界高度的复杂性，因此指望专家给出精准的预测是不现实的。

专家可能比普通人做得稍微好一些，但也仅此而已。像苏联解体、柏林墙倒塌、2008年金融危机、欧元债务危机等这样的“黑天鹅事件”，都是在时间、地点、人为等多重因素的综合作用下导致的结果。如果这些事件可以被预测的话，那么它们从一开始就不会发生了。如果大家都预料到 2008 年金融危机的到来，那么各国政府和央行就会提前作出反应，而危机也就不会发生了。

要想作出准确的预测是非常困难的。要想持续作出准确的预测，那更是难上加难。一个理性的投资者，需要理解这个重要的道理。

9.3 我们能靠预测赚钱吗

在上一节中，我和大家分享了一些例证，证明了要想作出正确的预测是一件非常困难的事。在本节中，我来帮助大家分析一下，能不能通过预测来获得投资上的成功这个问题。在下面的内容中，我将以时间为序，从早到晚回顾一些历史上对金融预测做过的实证研究以及它们的发现结果。

在美国的耶鲁大学，有一个经济研究机构叫作 *The Cowles Foundation for Research in Economics* [10] 。该机构是以美国经济学家和商人Alfred Cowles命名的。

1932 年，Alfred Co wles 在 *Econometrica* 上发表了一篇学术论文，名为*Can stock market f orecasters forecast* ？ [11] （股神能预测股价吗？）。在该论文中，Cowles仔细研究了45家股评机构在5年中给出的7500只股票推荐。

在对这些推荐做了研究分析后，作者得出结论：这些专家荐股的准确度，很难说是由于他们真正有水平，还是只是运气好而已。也就是说，这些专家的推荐有时候正确，有时候错误。但是在统计学上，他们预测的准确度和通过扔硬币得到正反面来选股的准确度没有显著的区别，因此无从得知这些专家到底有没有预测能力。在金融历史上，这可能是对专家的“预测术”第一次比较系统的打脸。

1996 年，美国有位学者 John G raham 收集了数百本投资期刊，并对它们对于股票市场的预测做了统计分析 [12] ，得出的结果并不让人乐观。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比如图 9-1 中的横轴显示的是在投资月刊中建议读者增加购买股票的数量（从 0%到 70%不等），而纵轴显示的是在给出推荐之后的下一个月，美国股市的回报（介于-30%和20%之间）。

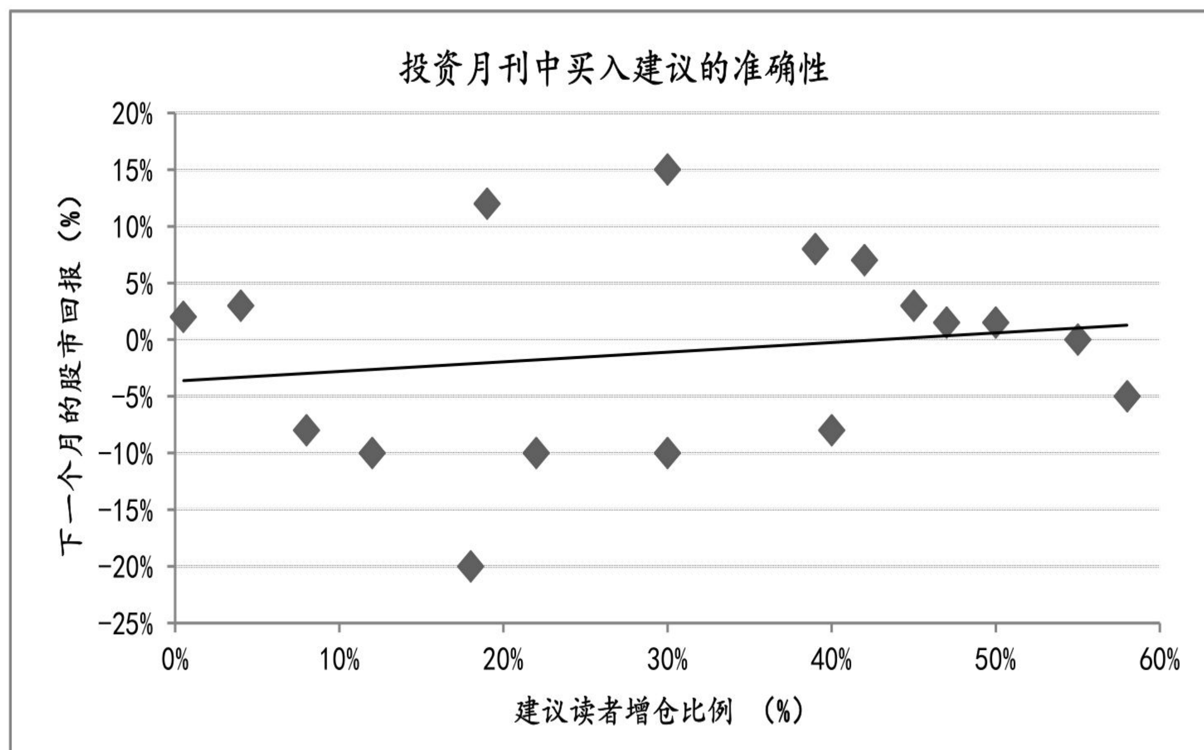


图9-1

数据来源：Graham，John R.，and Campbell R.Harvey.Market timing ability and volatility implied in inve stment newsle tters’ asset allocation re commendations.Journal of Fin ancial Economics 42.3 （1996）：397-421.

我们可以看到，这些投资简报作出的购买股票的预测，和股市的走向基本没有什么相关性。在很多时候，简报作出了增加购买 20%～40%的股票的建议，而下一个月股市下跌了10%，甚至在个别月份下跌了20%。

在这些投资月刊作出看跌预测，建议投资者卖出手上的股票时，其正确率也很差劲。比如图 9-2 所示，在这些简报建议卖出股票后的一个月，美国股市大约有一半时间是上涨的。也就是说，那些所谓的“专家建议”的价值，和投硬币然后根据正反面去买卖股票差不多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

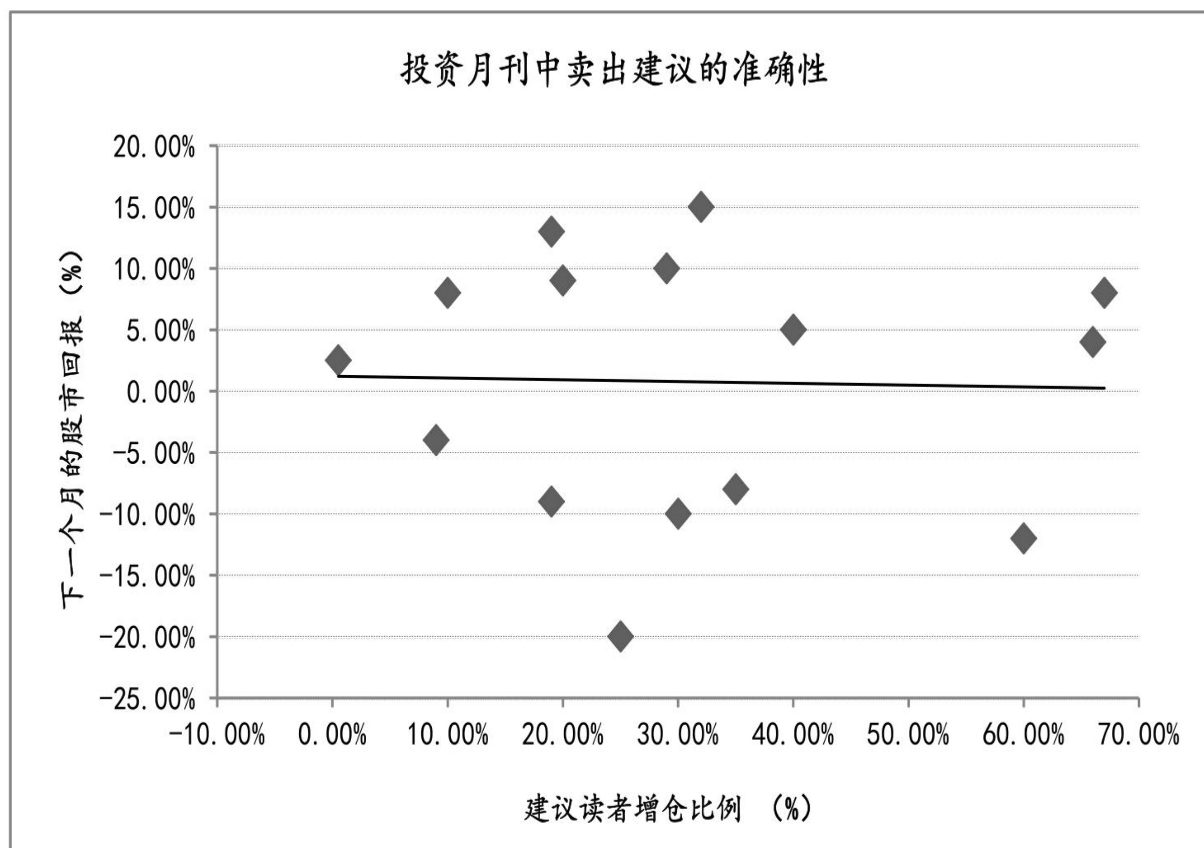


图9-2

数据来源：Graham，John R.，and Campbell R.Harvey.Market timing ability and volatility implied in inve stment newsle tters’ asset allocation re commendations.Journal of Fin ancial Economics 42.3 （1996）：397-421.

1999年，美国学者Jaffe和Mahoney在*Journal of Fi nancial Ec onomics*上发表了一篇学术论文，名为*The performance of i nvestment newsletters*[13]（投资简报的预测准确性）。通过对1980—1996年间近100份投资简报中的荐股预测的系统性分析，作者得出结论：在投资简报中推荐的股票的回报不及它们所对应的比较基准。也就是说，这些专家提供的荐股服务的价值为零。

美国智库CXO Ad visory曾经对市场上各种关于美国股市的择时预测做过一个综合性研究统计。在1998—2011年间他们收集了多达7000个关于美国股市（标准普尔500指数）的预测，然后在事后对比验证这些预测的准确性。

研究发现，这些“专家”的预测准确率基本都在50%以下。也就是说，听这些“专家”的建议，还不如靠丢硬币决定是否购买股票更有效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2012年，英国一家杂志社 *Observer* 就选股专家是否有专业能力举办了一场选股大赛[14]。他们邀请了三支队伍参赛：一只名叫奥兰多的小猫，一群金融专才（来自于基金公司和券商）和一批中学生。

2012年1月1日，每队被给予5000英镑，让他们选5只股票，每三个月可以换一次。奥兰多被给予一个塑料小老鼠。工作人员让奥兰多把小老鼠扔到一张金融报纸上，这个小老鼠停在哪只股票上面就帮奥兰多买入哪只股票。

到了2012年12月31日，小猫奥兰多选择的股票组合回报最高，战胜了金融专才团队和中学生团队。“专家”们的预测连一只小猫都不如，这个实验结果让很多华尔街专才感到非常尴尬。

事实上，即使对一些重大政治事件作出了正确预测，投资者也未必就能够从中获得投资回报。

2016 年 6 月，在英国关于是否脱欧的公投中出现了令人意外的结果：超过 50%的选民投票支持脱欧。该“黑天鹅事件”直接导致时任英国首相的卡梅伦辞职。

但是更加令人意外的是，在英国脱欧公投结果公布以后，英国股市并没有像绝大部分经济学家和智库预测的那样发生崩溃。相反，从6月 23日公投结果公布，到2016年年底，英国股市上涨了12%左右，是同期全球所有主要股市表现最好的国家之一，如图 9-3 所示。那些“正确”地预测了英国公投结果而做空股市的对冲基金，反而蒙受了投资损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图9-3

数据来源：彭博

类似的情况在美国再度上演。2016年11月8日，特朗普出乎意料地击败希拉里当选美国总统。当时美国智库Macroeconomic Advisers作出预测：如果特朗普当选美国总统，美国股市（标准普尔500指数）会大跌7% [15] 。

之前的 9月，美国密西根大学经济学教授 Justin W olfers在《纽约时报》上撰文指出，如果特朗普赢得美国总统大选，美国股市会下跌 10%～12%，美国经济可能会开始走下坡路。

事实上，从2016年11月8日特朗普赢得总统大选算起，截至2017年1月31日，标准普尔500指数不跌反升，上涨了6.6%，如图9-4所示。同期，道琼斯指数离历史新高20 000点咫尺之遥。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图9-4

数据来源：彭博

像Macroeconomic Advisers和密西根大学教授这样的“专家”被打脸的情况，远非个别案例。在 Larry Swedroe 写的《2016 年的经验教训》[16] 一文中，作者提到了下面这些“预测乌龙”事件。

（1）预测：2016 年 1 月，苏格兰皇家银行（RBS）在一份研究报告中警告投资者，2016 年将是充满风险的一年，股票可能会下跌20%，石油价格可能会跌到每桶16美元[17] 。

事实：标准普尔500指数在2016年上涨了8.6%。WTI原油价格从2016年年初的38美元上涨到年末的53美元，涨幅为39.4%。

（2）预测：2016年 5月，美国银行美林证券（BOA Merrill Lynch）的美国股票策略部门主管Savita Su bramanian宣称，美国股市受到“大选年”的影响，很可能会发生暴跌，标准普尔500指数会下跌到1850点低位[18] 。

事实：标准普尔 500指数从 5月到年末上涨了 8.4%。2016年 12月 29日，标准普尔500指数收于2249点。

（3）预测：2016 年 8 月，瑞士联合银行（UBS）向投资者发出警告，指出标准普尔500指数将面临大跌的压力[19] 。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实：从2016年8月初到年末，标准普尔500指数上涨了3.1%。

9.4 理性对待专家预测

广大投资者应该如何更加理性地对待专家预测这种现象呢？在我看来，我们可以做的有以下几点。

（1）现代化社会的精细分工高度复杂。由于全球化的联系，该复杂程度还同时延伸到国际的维度，因此各行各业的专家绝对是不可或缺的。

但是，我们也应该明白专家的局限性，不能迷信专家，更不要盲目地听从专家给出的各种预测。我们应该为自己着想，用知识和信息来武装自己，通过冷静和客观的分析帮助自己作出最理性的决策。特别是专家对未来的预测，我们更要谨慎对待。

（2）任何时候都不要把所有的希望赌在一两个专家身上。兼听则明，偏信则暗。我们应该多听，多读，多思考，并且比较不同专家不同的意见。在接受任何一个专家的意见之前，我们应该始终保持独立思考和质疑的习惯。

（3）我们需要理解，在各种政治和经济事件中，运气对于结果有很大的影响作用。用几个个体结果去倒推一个人的预测能力，并且将这个人的其他预测都奉若神明，那就是犯了将运气和技能混淆的错误。在这种情况下去盲从那些“占星大师”的预测，是不太可能获得成功的。

我们的世界纷繁复杂，要想持续作出准确的预测是非常困难的一件事。我们需要有一颗独立思考的大脑，在盲目地接受那些大 V 的投资建议前，用“证据主义”标准去检验一下，他们说的话是否有道理，他们之前的预测记录如何，他们自己是不是按照其宣传的那样身体力行，言行一致。

为了应对这个充满不确定的世界，一个非常重要的原则就是“多元分散”。我们应该把鸡蛋分散放在不同的篮子里，持有不同的大类资产（包括股票、债券、房地产等），同时把投资分散在不同国家，这才是“以不变应万变”的可持续性的投资良策。

---

[1] http://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune_archive/1999/04/26/258745/index.htm

[2] https://www.wsj.com/articles/SB1004043182760447600

[3] https://www.wsj.com/articles/SB1021984263586757080

[4] https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-09/goldman-sachs-abandons-five-of-six-top-trade-calls-for-2016

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[5] https://www.amazon.com/Where-Are-Customers-Yachts-Street/dp/0471770892

[6] http://www.reuters.com/article/us-usa-election-research-moody-s-idUSKBN12W56J

[7] http://press.princeton.edu/titles/7959.html

[8] Michelle Cl ayman,In S earch of Ex cellence:The Inv estor's Viewpoint,Ex cellence Rev isited 1987 and 1994,Financial Analysts Journal

[9] http://share.iclient.ifeng.com/news/shareNews?&aid=109665417

[10] http://cowles.yale.edu/

[11] http://cowles.yale.edu/sites/default/files/files/pub/misc/cowles-forecasters33.pdf

[12] Graham,John R.,and Campbell R.H arvey.M arket timing ab ility and volatility implied in investment new sletters' asse t allocation recommendations.Jo urnal of Finan cial Economics 42.3 (1996):397-421.

[13] http://finance.martinsewell.com/newsletters/JaffeMahoney1999.pdf

[14] https://www.theguardian.com/money/2013/jan/13/investments-stock-picking

[15] http://www.marketwatch.com/story/heres-how-a-trump-win-could-knock-7-off-the-stock-market-2016-10-05

[16] Swedroe,L.(2017,January 23).Lessons from 2016.

[17] https://www.theguardian.com/business/2016/jan/12/sell-everything-ahead-of-stock-market-crash-say-rbs-economists

[18] https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-05-10/bank-of-america-strategist-warns-of-imminent-vortex-of-negative-headlines-sending-u-s-stocks-plummeting

[19] https://www.worldfinancialdigest.com/contents/markets/4429-ubs-warns-of-imminent-s-p-500-crash

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章 不求最好，但求最贵

在冯小刚执导的电影《大腕》中，有一个经典桥段。李成儒饰演的一位精神病患者在医院里自言自语，假想自己对另外一个朋友提出经商建议。在这里，我给大家摘录一段精彩台词：

两千美金？那是成本！四千美金起！你别嫌贵，还不打折！你得研究业主的购物心理，愿意掏两千美金买房的业主，根本不在乎再多掏两千。什么叫成功人士，你知道吗？成功人士就是买什么东西，都买最贵的，不买最好的。所以，我们做房地产的口号就是：不求最好，但求最贵！

《大腕》是一部黑色幽默喜剧。为了博得观众一笑，电影中的台词自然比较夸张、荒唐。但这些夸张的台词涉及一个非常有趣的问题：“不求最好，但求最贵”是否真的符合大众的消费心理？

如果市场上的消费者都是理性人，大家都有辨别能力，那么“不求最好，但求最贵”这种忽悠营销术就不会奏效。对于一个理性人来说，他会去收集信息，做自己的功课，然后在仔细比较之后，选择购买那些“价廉物美”的商品或者服务。一个理性的消费者，不会花大价钱去做冤大头。

但是，人非草木，孰能无情？人和机器最大的区别之一，就是人类不太可能在所有事情上始终保持理性和冷静。

在这个章节中，我将通过一些具体的例子，帮助大家更好地理解“不求最好，但求最贵”的人性弱点，然后提出一些具体建议，帮助大家避免跌入类似的心理陷阱，作出更为理性的投资决策。

10.1 越贵越好

10.1.1 红酒实验

首先，让我来和大家分享一个非常有趣的实验。

在这个实验[1]中，研究人员首先请了一批实验对象来品评红酒。

如表 10-1所示，在实验对象面前一共有 5瓶不同的红酒。这些红酒的标签和名称已经被撕掉，参加酒评的成员只能看到这些酒的标价，从 5 美元/瓶逐渐上升到90美元/瓶。酒评成员被要求依次品尝这些红酒，并为这些红酒的质量打分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表10-1

红酒实验	标　价
1号酒	5美元
2号酒 10	美元
3号酒 35	美元
4号酒（同1号酒） 45	美元
5号酒（同2号酒） 90	美元

研究人员没有告诉那些酒评成员的是，其实标价 5 美元的 1 号酒和标价45美元的 4号酒是一模一样的红酒，标价 10美元的 2号酒和标价 90美元的5号酒也是一模一样的红酒。

尽管是一模一样的红酒，但是由于标价不同，酒评成员对它们的评价差别相当大。从图10-1中可以看到，标价45美元的4号红酒，受到喜欢的程度明显高于标价5美元的1号红酒；标价90美元的5号红酒，它的评分明显高于标价 10美元的 2号红酒。也就是说，即使是一模一样的商品，标价更高的确实更受欢迎。

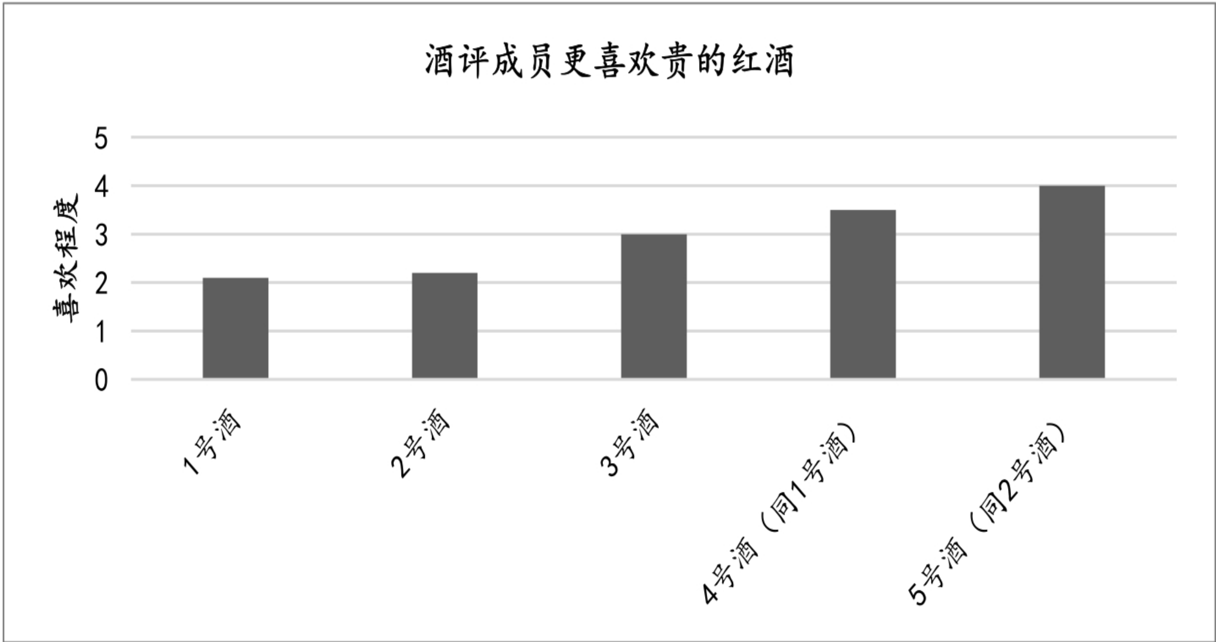


图10-1

这究竟是怎么回事？难道我们的大脑这么容易就能被愚弄？一个简单的价格标签就能让我们对一件相同的商品产生莫名其妙的好感？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该实验的研究人员在酒评成员品尝红酒的时候，还同时对他们的大脑做了跟踪扫描。结果发现，当酒评成员在品尝那瓶标价贵的红酒时，其大脑表层的活动明显要比他们在品尝标价便宜的红酒时活跃很多。要知道，他们喝的可是一模一样的酒。但是更贵的价格标签导致酒评成员的大脑活动更频繁，也因此让他们对该酒给出更高的评价。

为了确保他们的实验发现是可靠的，该实验的研究人员又做了第二轮品酒测试。这一次，还是那 5 瓶红酒，但是研究人员把这些酒的价格标签撕掉了。也就是说，酒评成员是在没有价格标签的条件下进行品评的。

这一次的品评结果如图 10-2 所示。我们可以看到，在没有价格标签的情况下，酒评成员对红酒质量的判断要准确得多。对于一模一样的红酒（1号和4号酒，以及 2号和 5号酒），他们作出的喜好判断基本相同，并没有出现第一次的那些明显偏差。

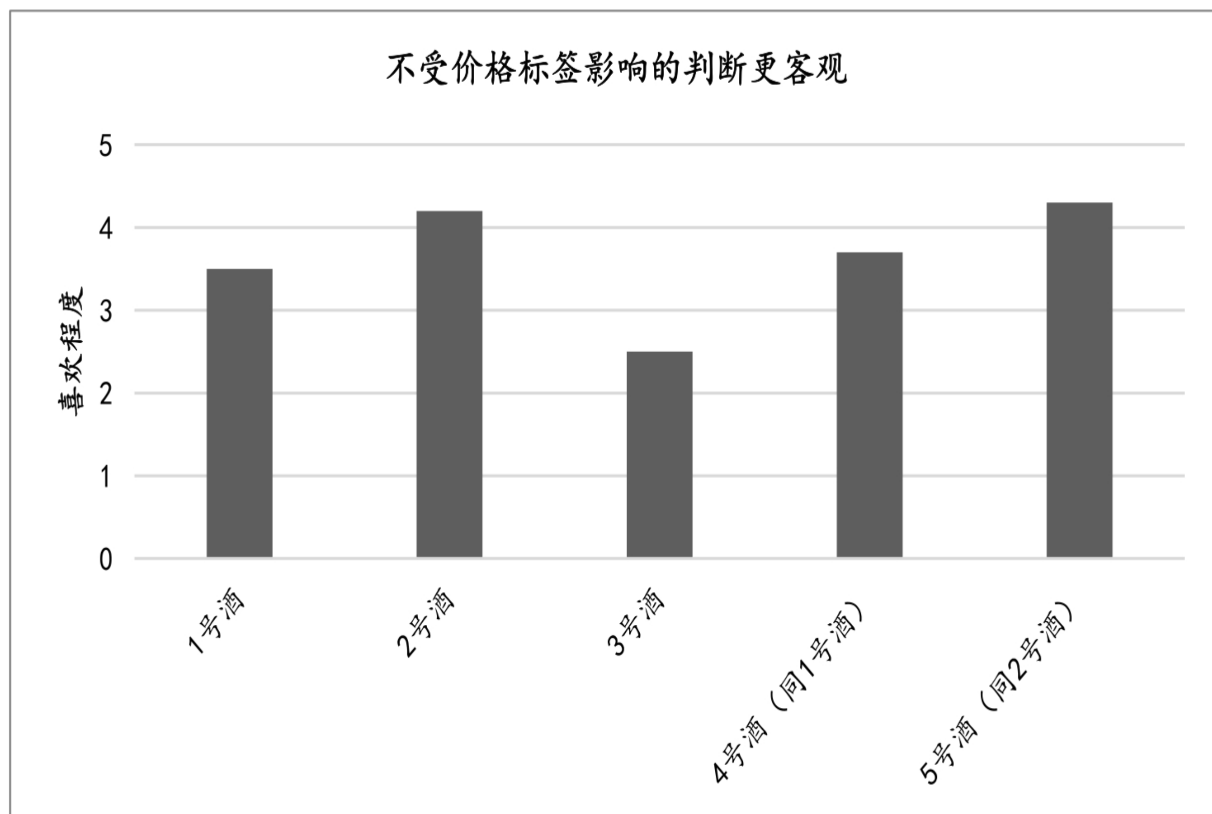


图10-2

商品或者服务的标价对于人类行为的影响，绝非仅限于上面提到的个例。事实上这是一种普遍现象。

在另一个非常有趣的实验[2]中，研究人员在考试前给了两组学生相同的能量饮料。唯一的不同在于，第一组学生需要付全价去购买那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些能量饮料，而第二组学生则只需要付一个折扣价。除付出的价格不同以外，学生们喝的是一模一样的饮料。

结果在接下来的考试中，付全价购买能量饮料的学生，比那些喝到折扣价饮料的学生多做出了 30%的题目。这恰恰应验了一句俗语：一分钱一分货（You get w hat y ou pa id fo r）。如果学生付了100%的价格，那么他们就会付出100%的努力；如果学生只是付了一个折扣价，那么即使喝到的是一模一样的能量饮料，他们也只会付出打个折扣的努力。

10.1.2 花钱买教训

以上这些实验说明，“不求最好，但求最贵”的销售策略，对于很多人来说确实是管用的。特别是对于那些普通人难以分辨质量的产品或者服务，这样的策略尤其有效。一个典型的例子就是金融投资理财产品。

像对冲基金和私募股权基金这样的金融理财产品，涉及很多专业知识，其投资标的涵盖很多金融衍生品。对于绝大多数非金融出身的投资者来说，要完全理解这些产品的来龙去脉和投资风险，几乎不太可能。很多私募股权投资项目，其投资策略缺乏透明度，投资标的估值复杂，没有公开的财务信息，没有清晰的对比基准。像这样充满信息不对称的产品，恰恰最适合“不求最好，但求最贵”的销售策略。

很多金融中介型机构（比如一些第三方理财机构和私人银行），确实是顺着这个逻辑去开展他们的市场销售工作的。如果研究他们的宣传策略，就会发现一些共通的常用词：尊贵、高端、私密、荣耀。他们用很多方法让自己的客户有 VIP 的感觉，同时一个劲地推销那些“顶级大牌”的私募基金。这些机构让他们的客户感觉到自己能够买到普通民众无法买到的明星基金，营造出一种仅限尊贵人士的“私人投资俱乐部”的感觉。当然，为了成为这些普通人无法进入的“私密朋友圈”成员，消费者也需要付出更高的价格。

在我们大多数人的印象里，同类型的产品，其价格越贵，一般来说其质量肯定就越好。举例来说，一辆法拉利车的价格要比一辆丰田车贵好多，但是法拉利车跑的也比丰田车快，因此贵有所值。顺着这个逻辑，很多人想当然的认为，名气越响，收费越贵，越难以买到的理财产品或者基金一定回报越高。就像李成儒在《大腕》中说的：什么叫成功人士，你知道吗？成功人士就是买什么东西，都买最贵的，不买最好的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题在于，在投资领域，这个规律恰恰不起作用。著名的投资传奇人物巴菲特，在 2016年《伯克希尔·哈撒韦致股东信》中写道：有钱人，养老基金和大学基金总是觉得他们配得上那些“特殊”的金融服务。但最后的结果就像那句谚语所说的：当一个有钱人遇上一个专业人士后，钱和经验换了个位置。专业人士有了钱，而有钱人则学到了教训。

巴菲特的意思是，在投资领域，有钱人并非能够获得比普通人更多的特权。这个特性让很多人难以理解。因为如果有钱，我们可以坐头等舱，住半山腰豪宅，出入顶级私密会所。所有这些都是我们可以用钱买到的特权，让有钱人比其他平民高人一等。

但这个规律在投资领域恰恰不灵。一个有钱人花了大价钱成为一些理财机构或者私人银行的高端客户，能够投资到普通人买不到的私募股权基金，但他的回报却未必比一个普罗大众花很小的代价购买一只标准普尔 500 指数基金来的更好。

耶鲁大学基金会首席投资官大卫·斯文森就说过：除非投资者可以找到那些极端出色的职业投资经理，否则他们应该把自己投资的100%放到被动型指数基金中。我这里说的投资者，包括几乎所有的个人投资者和绝大部分机构投资者。

10.1.3 开跑车的基金经理

为什么付出更高的代价，反而买到更“劣质”的产品？其中的原因其实并不复杂。关键在于：投资费用太高，所以投资者回报就差了。

2007 年，巴菲特发布了一个公开广告，说世界上任何一个基金经理，如果可以在一段有意义的时间内（比如 10 年）战胜市场（标准普尔 500 指数），那么他愿意捐出 50 万美元。投资界竟然没有人敢于接受巴菲特的挑战。后来该赌的赌注被提高到100万美元，总算有了一家名叫Protege的组合基金（FOF）表示愿意“应战”。

这就是著名的大对赌（Big Bet），对赌的双方为巴菲特和Protege。这个赌是这样设定的：Protege可以任选 5只组合基金（FOF），而巴菲特选的是一只低成本的标准普尔500指数基金。从2008年1月1日开始，到2017年12月31日的10年，双方互相比较谁的投资业绩更好。

在 2016 年《伯克希尔·哈撒韦致股东信》[3] 中，巴菲特公布了过去 9 年这个对赌双方的相关业绩。根据巴菲特在股东信中的描述，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Protege 选了 5 只组合基金，这 5 只组合基金的每一只都挑选投资了一组对冲基金，加起来共有100多只对冲基金。

这些组合基金在过去 9 年中的总回报介于 2.9%～62.8%之间，而同期标准普尔 500 指数基金的回报为 85.4%。5 只组合基金平均年回报为 2.2%，而同期标准普尔500指数基金的年回报为7.1%。

如图10-3所示，假设我们在2008年年初投资100万美元，那么时隔9年之后，从对冲基金的投资中我们获得的投资回报为 22万美元，而从指数基金的投资中获得的回报为85.4万美元。

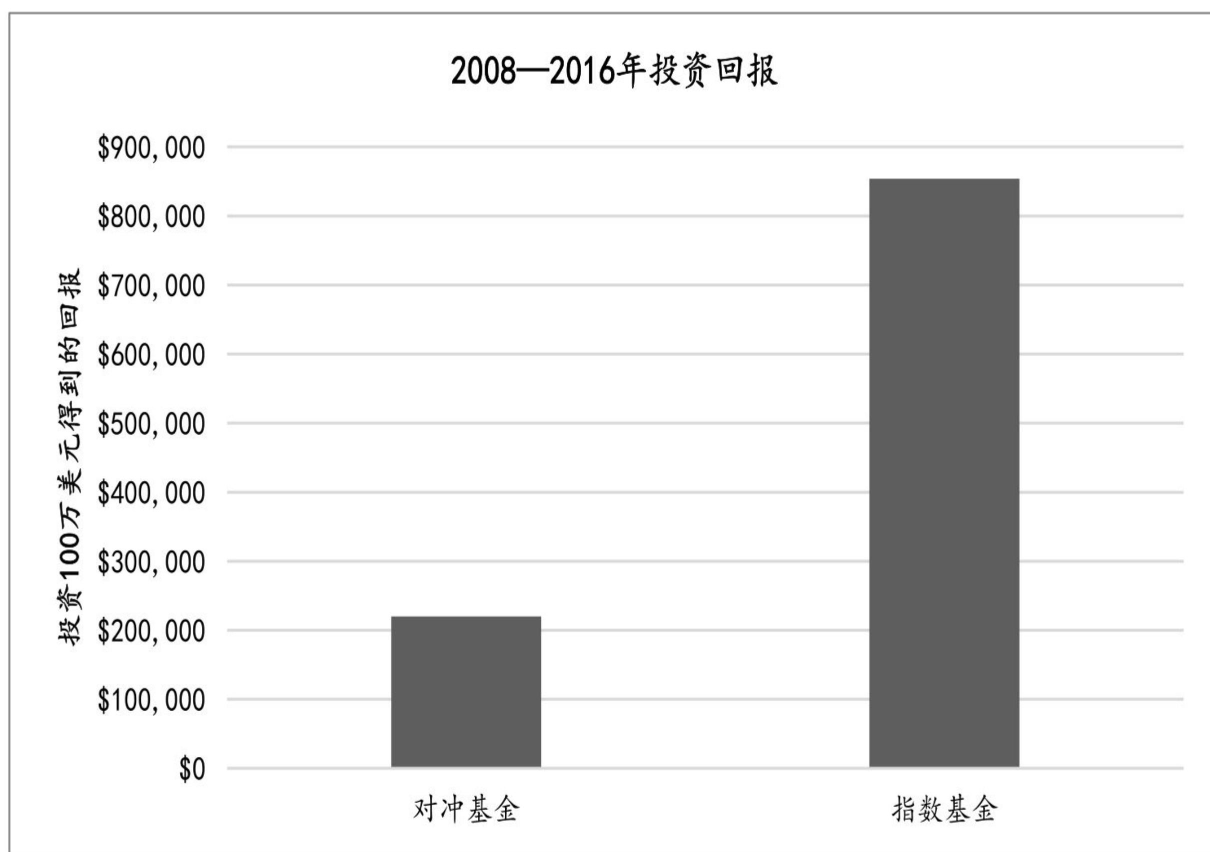


图10-3

数据来源：2016年《伯克希尔·哈撒韦致股东信》

值得一提的是，对冲基金的投资回报无法战胜一只简单的指数基金，并不是因为对冲基金经理智商不够，而是因为他们太聪明了。绝大部分的投资回报，都以金融专家们收取高额费用的形式，进入了基金经理的口袋。因此，可怜的基金投资者们，拿到手的净回报自然不尽如人意。这是一种非常高超的收取“智商税”的例子。

在另外一篇非常有趣的学术论文[4]中，作者统计了世界上 1144 位对冲基金经理和他们开的 1774 辆豪车的数据，然后得出结论：基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金经理开的车越好，他的交易频率越高，其投资组合的风险就越高，为客户带来的投资回报就越低。所以，如果你看到自己投资的基金经理买了辆超跑，或者和某位电影女明星约会，那么你就应该提高警惕了。

上文中举的这些例子告诉我们，人类受各种不理性的行为偏见影响。我们很多人会对高价的商品产生“崇拜”和“向往”，因而无法冷静地作出客观评估。上面提到的实验表明，这种“高价崇拜”源自于我们的大脑反应，是一种正常的生理现象，没有必要感到羞愧或者内疚。

一个聪明的投资者，会在了解到自己存在的先天性弱点后，想办法努力减少类似的错误。在面对各种机构不同的销售花招时，我们需要时刻提醒自己，这些销售策略背后可能有各种套路，他们可能正在利用我们普遍存在的人性弱点。所谓知人者智，自知者明。只有对自己的优势和弱势充分了解，同时通过提升自己的知识水平看清楚那些营销忽悠术，我们才可能作出更为理性和冷静的投资决策。

10.2 基金经理的收费魔法

上一节讲到，很多金融机构深谙广大民众“不求最好，但求最贵”的心理弱点，因此在市场推广上专门走“高大上”的路线来吸引投资者上钩。但事实上，投资者有一个最基本的统计学真理，那就是投资者付出的费用越高，其得到的回报就越低。这一节我们就来详细分析这个问题。

下面我将通过一些对冲基金经理收费的例子，来帮助大家更好地理解这个问题。

对冲基金，是一个充满神秘性和吸引力的行业。提起“对冲基金经理”这几个字，大多数人脑中首先浮现的关联词可能是：聪明、灵敏、有钱、很有钱、非常有钱。举个例子来说，下面是 2015年世界上收入最高的对冲基金经理的年收入。

Ken Griffith：17亿美元

James Simons：16.5亿美元

Steve Cohen：15.5亿美元

David Tepper：12亿美元

这个单子还可以列很长，但限于篇幅我就不在这里展开了。要知道，这些数字只是这些对冲基金经理一年的收入，可能已经比地球上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绝大多数人一辈子赚的钱都要多得多了。

对冲基金经理腰缠万贯，富可敌国，似乎并不是一件新鲜事。因为在大多数人的印象中，对冲基金经理收入奇高是因为他们有“本事”。他们能够为自己的投资者带来超额的投资回报，因此其自身的收入很高，似乎天经地义，没什么可大惊小怪的。

很少有人会去想：这世上有那么多非常富裕的对冲基金经理，但为什么我们很少听到有通过投资对冲基金发家致富的投资者？如果去网上搜索年收入最高的对冲基金经理，我们很容易得到一大串让人耳熟能详的名字。但是如果去搜索世界上收入最高的对冲基金投资者名单，却很难找到任何结果。

事实上，被大多数人忽略的一个最重要问题，就是对冲基金经理的收费结构。

在对冲基金这个行业里，有一个业内规则叫 2/20，即基金经理每年收取2%的管理费，同时在年末收取 20%的业绩分成。在大多数投资者的脑子里，这个2/20规则看起来是这样的，如图10-4所示。

投资者会觉得，即使给基金经理2%的管理费，自己还剩下98%；即使给基金经理20%的业绩分成，自己还可以拿80%。

事实上这是很多投资者的错觉。这是因为投资者把钱交给对冲基金经理去管理，其主要原因是基金经理能够提供“阿尔法”（超额回报）。如果基金经理只是给予投资者“无风险回报（Risk Free Rate）”或者“贝塔（市场回报）”，那么这位基金经理就是不合格的，他也不应该就这些回报向投资者收取任何回报。

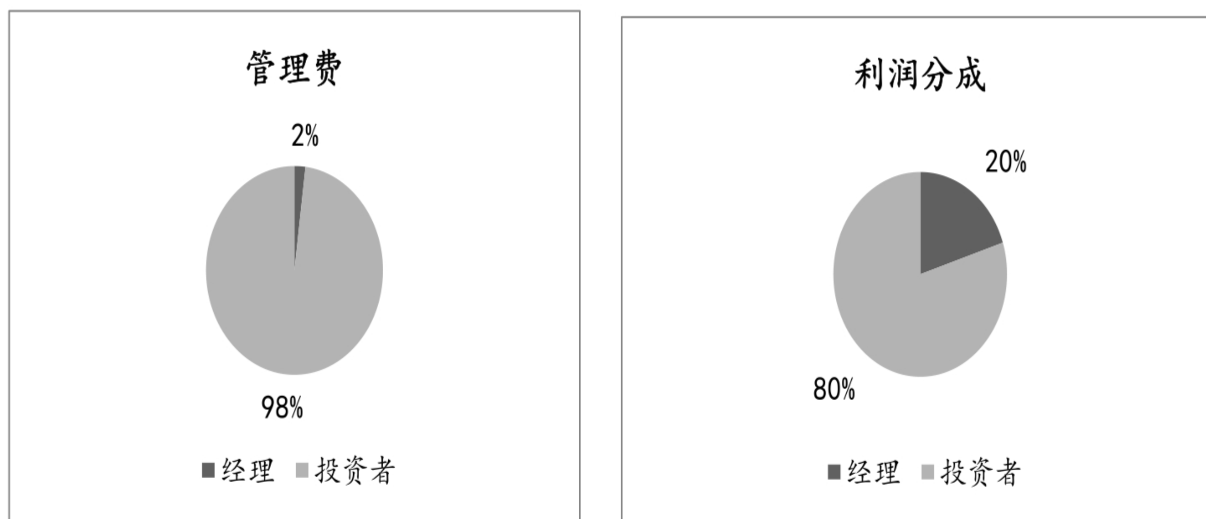


图10-4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 2012 年发表的一篇学术论文[5]中，作者针对这个问题做了非常详细的研究。假设一位基金经理在费前提供了 20%的年回报。在这20%的回报中，有1%是无风险回报，13%是市场回报（贝塔），6%是超额回报（阿尔法）。

假设该基金经理收取 1.5%的管理费和 20%的业绩分成，那么最后投资者被收取的费用加起来达到 5.2%[6]，占到该基金经理创造的超额回报的 87%之多，如图 10-5 所示。也就是说，这位基金经理创造的绝大多数投资价值（阿尔法）都没有让投资者享受到，而是进入了他自己的腰包。

在对冲基金经理同时收取高额管理费和业绩分成这种收费模式下，基金的回报越高，投资者损失的应得回报（阿尔法）也越高。这个结论和很多人对投资的认识背道而驰，但却是千真万确的。

根据论文作者的计算，如果基金的回报为 10%，那么对冲基金经理创造的超额回报中的 82%会被他自己占有；而如果基金的回报上升到 20%，那么基金经理创造的超额回报（阿尔法）的107%会进入他自己的口袋。

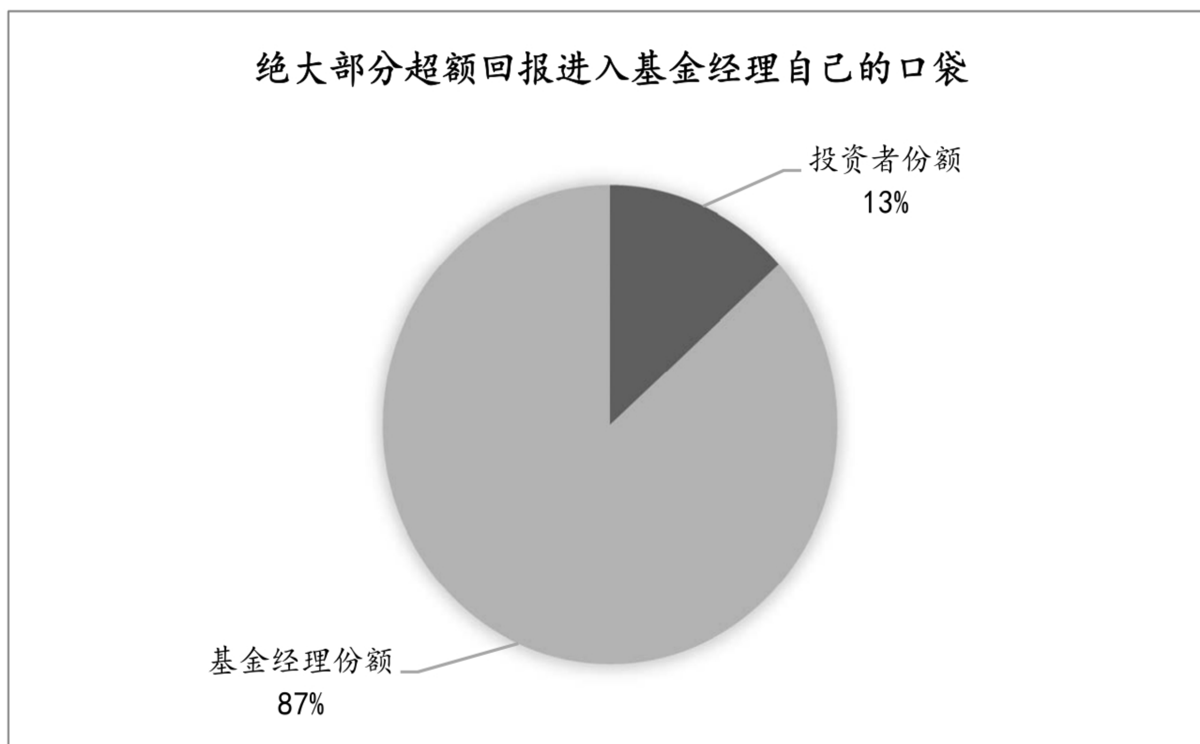


图10-5

也就是说，随着基金回报的上升，对冲基金变成一个设计非常巧妙的“财富转移机器”，神不知鬼不觉地把投资人的财富悄悄转移到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金经理的口袋里。而这种“财富转移”机制设计的巧妙之处就在于，投资者的财富被转移时，他们还非常高兴，乐呵呵地看到基金经理的口袋越来越鼓。这大概就是所谓“智商税”的最佳例子吧。

所以到最后，对冲基金投资游戏的赢家始终只有一个，那就是对冲基金经理。

根据美国学者 Simon La ck 对 1998—2010 年的对冲基金行业的分析，他得出结论：对冲基金经理获取了那些年全球金融投资回报总额的 84%，而组合基金（Fund of Funds）经理获取了另外的 14%。也就是说，真正的投资者只分到了这张大饼中的2%，如图10-6所示。

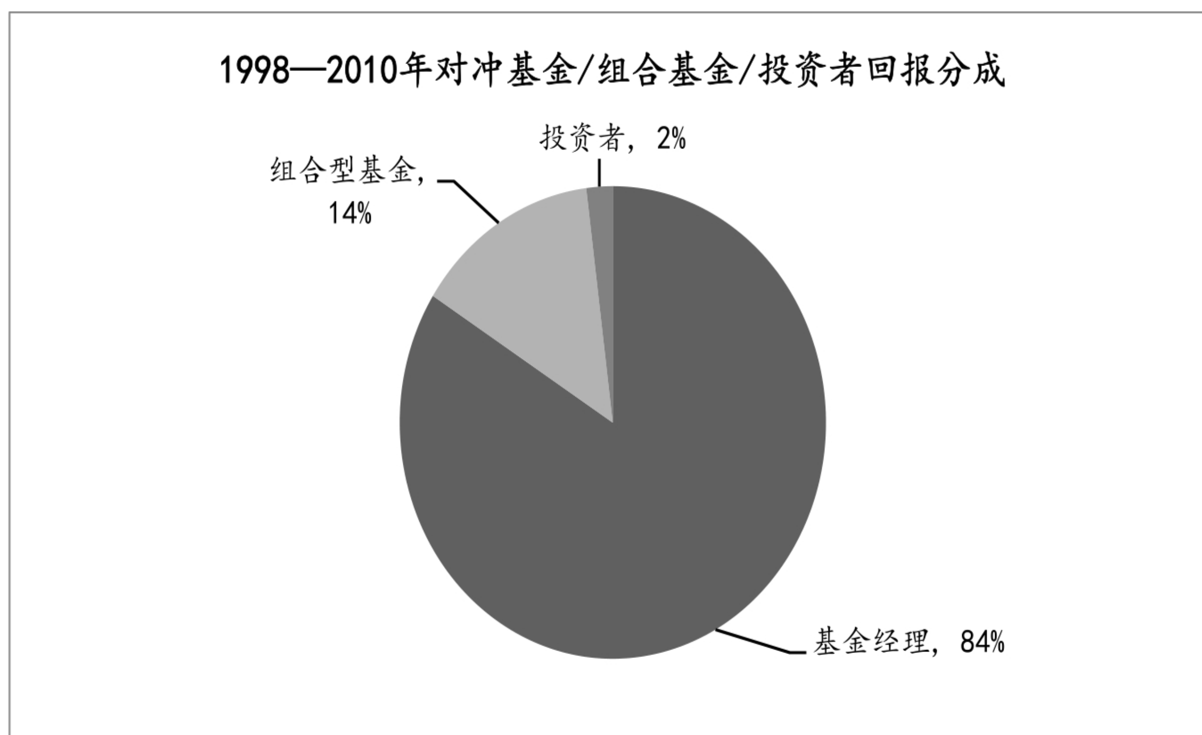


图10-6

数据来源：Simon Lack，The hedge fund mirage，2012

对冲基金经理业绩不佳，无法为投资者带来真正的价值这种现象也不仅限于海外。在 2015 年发表的一篇学术论文[7]中，作者在检验了中国 149 只对冲基金回报记录后得出结论：虽然有少数一些对冲基金确实表现优异，但是从整个行业的平均水平来看，中国的对冲基金无法为投资者提供超额回报。虽然这些基金的表现不佳，但是在收费上他们可是毫不手软，早早地和“国际水平”接上了轨。

越来越多的“聪明钱（Smart Money）”，在理解了对冲基金经理过高的收费和对投资者造成的投资损失之后，开始逐渐赎回之前在对冲基金中的投资份额。下面举几个例子和大家分享一下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2014 年 9 月，美国最大的养老基金之一，加利福尼亚公共养老基金（CalPERS）宣布，将完全撤出对对冲基金的投资，因为对冲基金收费太高，回报不够。CalPERS本来对对冲基金的配置量为 40亿美元左右，其基金总规模为3000亿美元左右。

2015 年 1 月，荷兰社保基金 Pensionenfonds Zor g En Welzijn（PFZW）宣布，以后不再投资任何对冲基金。该基金管理的资金总规模为 880 亿欧元，其对冲基金的配置为 2.7%（约合 23.7 亿欧元）。荷兰社保基金给出的退出对冲基金投资的理由为：基金收费太高，基金经理工资太高。

2016 年 3 月，美国加利福尼亚大学捐赠基金会首席投资官宣布，将该基金投资的对冲基金数量从 32只减少到 10只。同年 4月，美国纽约州养老基金宣布，将其基金中价值 15亿美元的对冲基金投资赎回，并会将这些资金投入到其他资产中。

2016年8月，美国著名投资集团Carlyle宣布，将从经营管理对冲基金这个行业中完全退出。在 Carlyle 旗下的几只对冲基金（比如Vermillion）中，其投资者遭受了惨重损失。

对冲基金可以给人非常高的回报，但是这种回报通常只针对基金经理，而非基金投资者。由于其透明度低、投资策略复杂、信息披露少等原因，对冲基金只适合一小部分有专业知识的人或者职业机构进行投资。

从对冲基金经理常用的 2/20 收费结构可以看出，这是一种设计非常巧妙的财富转移手段，堪称“智商税”之经典。一个聪明的投资者，需要提高自己的金融专业知识，加强自我防范意识，努力让自己避免成为那些“金融鸦片”忽悠的对象。

10.3 钢铁侠的诱惑

在上面两节中，笔者首先分析了众人普遍带有的“价格崇拜”情结。这种情结让很多人不假思索地认为贵的就是好的。然后笔者通过对冲基金行业的例子，分析了基金经理巧妙设计的收费策略。

接下来，笔者将通过几个实际案例来帮助大家更好地理解这个问题。为了避免不必要的纠纷，在这些案例中我会把涉案机构的真名去掉，以英文字母代替。

第一个案例来自于一家自称中国领先的综合性大型金融公司，NY资产管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

NY资产管理公司销售的这只基金叫作“RL私募投资基金”。该基金的宣传材料显示，这是一只位于开曼群岛的私募基金。该基金投资的标的很简单，只是一家公司：美国“钢铁侠”埃隆·马斯克（Elon Musk）创办的SpaceX。

马斯克是创业界的传奇人物，曾经创办了 PayPal、Tesla、Solarcity 等非常有名的企业。2002年，马斯克创办了 SpaceX。在创办该公司时，马斯克提出的目标是实现太空旅行，将人类送到火星上，并且殖民火星。

介绍材料显示，RL 私募投资基金的期限为 2+1+1，也就是说，投资者的资金会被至少锁定 2 年，其锁定期可能延长到 4 年，资金在锁定期内无法赎回。基金管理人的收费为典型的2/20，即每年收取2%的管理费，外加20%的业绩分成。同时，前三年的管理费一次性收取。也就是说，如果投资者想要投资 100 万美元，那么一开始他就会被收取 6 万美元（2%×3=6%）的管理费，而不管该投资到最后何时退出，有没有回报。

该基金仅仅是帮助投资者购买 SpaceX公司股票，却要收取 2%的管理费/20%的业绩分成这样奇高的投资费用，还有上面提到的“三年管理费一次交清”的霸王条款，即使像我这样见多识广的“老司机”也觉得有些不可思议。

在这个投资项目中，投资者需要理解以下一些投资风险。

首先，在 2013 年，马斯克自己在推特上发表声明宣称，SpaceX在短期内没有上市计划。SpaceX 理想的上市时间是地球和火星之间的星际旅行成为常态，有固定航班。根据马斯克的愿景，SpaceX 计划在2026 年之前实现将人类送往火星。

假设到了 2026 年 SpaceX 真的可以实现星际旅行，把人类从地球送去火星。从第一次把人类送过去，到建立地球和火星之间的固定飞行路线，中间至少还需要 5～10年（乐观估计）。也就是说，在未来 10～20年，SpaceX几乎没有可能上市。因此，如果投资者现在买入SpaceX的股票，那么在2年或者 4 年后退出的唯一途径就是私下买卖。要想在一级市场上卖出手中的股权，其难度要远远超过在证券交易二级市场上买卖流通的股票。普通投资者应该充分认识到流动性风险。

其次，从2002年以来，SpaceX公司的估值经历了火箭般的蹿升。

从2006年的种子轮开始，到2015年的G轮，SpaceX公司股价上涨了接近200倍。在SpaceX成功回收飞上太空的火箭后，其股价明显有了大幅度上升，因此可回收火箭技术的利好，有很大一部分都已经体现在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前的股价里了。从大多数科技类创新公司的案例来看，很多时候公司股价也都消化了接下来几年的乐观预期。但是一旦这些乐观预期无法得到实现，或者科技创新过程遭遇挫折，那么其公司股价大幅度下跌也是很有可能的。这是投资者购买任何科技股时需要明白的最基本道理之一。

再次，通过支付2%/20%这样昂贵的费用来购买一只还没有上市的高风险公司的股票，投资者可能得到的回报和其承担的风险完全不成比例。

假设现在投资SpaceX，在未来4年其公司股价可以翻一番。4年后，100万美元变200万美元，这是非常高的回报，足以令很多人动心。4年以后投资市值翻倍，相当于投资年回报20%左右（以复利计算）。

在过去 5年（2012—2016年）中，美国股票市场标准普尔 500指数的平均回报为每年 15%左右。假设接下来 4 年的市场回报也类似。在这种情况下，投资 SpaceX，投资者可以获得每年 5%的超额回报（即超出市场平均回报的那部分）。

我们知道，投资者付2%/20%这样的费用去投资基金，其唯一的原因就是获得超过市场回报的阿尔法。因为如果想要市场回报，则完全可以去购买一只标准普尔 500 指数基金，其费用几乎可以忽略不计（0.05%左右）。因此在计算投资成本和回报时，关键要看该投资的超额回报在投资者和基金经理之间的分配情况。

根据上面提到的投资费用，每年基金经理可以获得2%的管理费+3.6% [8] 的业绩分成，一共5.6%。也就是说，投资SpaceX所获得的超额回报（5%），全都进入基金经理的口袋以后，投资者还要倒贴0.6%，如表10-2所示。基金经理对投资者的压榨可见一斑。

表10-2

假设 SpaceX 的股价在 4 年内翻倍	回　报
超额回报 5%	
基金经理份额 5.	6%
投资者份额 -0	.6%

这还只是比较理想的状态，即 SpaceX 的股价在 4 年后翻一番。假如SpaceX的股价在 4年后不变，还是保持在目前的位置，那么基金经理的收入就是 6%（因为前三年费用一次性收取了），而投资者的回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报就是-6%。这就叫作Head I win，tail you lose（硬币翻正面我赢，翻反面你输）。投资者承担所有的投资风险，而基金经理则旱涝保收。

有些投资者可能会说：我是马斯克的粉丝，我就是想要买 SpaceX的股票。但是 SpaceX还没有上市，有什么其他途径可以购买该公司的股票呢？在这里和大家分享几个方法。

由于 SpaceX 还没有上市，因此对该公司股票有兴趣的朋友，只能向SpaceX的员工购买内部股。美国有一个网站，名叫Equityzen，专门用来交易那些还没有上市的公司股票。如果有公司员工想出售他的SpaceX股票，就会在 Equityzen网站上挂出来，公开出售。这是广大投资者想要购买 SpaceX股票的方法之一，完全可以绕开上文中提到的那只收费昂贵的基金。

还有一个方法是购买那些和 SpaceX 在同一领域（航天科技）的公司股票。像美国的洛克希德马丁（LMT）、波音（BA）和 Orbital ATK （OA）等都是和 SpaceX在同一行业内的竞争对手。这些公司起码已经上市，因此其投资风险要远小于还没有上市的 SpaceX，流动性也要好得多。同时，如果航天科技取得突破，航天股受到市场追捧的话，这些公司的股票价格也都会上升。因此投资这些公司的股票，相当于间接投资 SpaceX公司股票，投资者也可以考虑。

10.4 炒房的诱惑

在上一节中，我和大家分享了一个私募股权基金投资案例。推销该基金的 NY 公司，借着“钢铁侠”马斯克的名头，在一个风险极高的投资项目上堆加层层费用，把投资风险都转移给投资者，而自己则坐收高额费用，旱涝保收。

接下来，再和大家分享一个房地产基金投资案例。

这只基金叫作 NO-LH房地产抵押信贷基金。从结构上来说，这是一只组合基金（FOF）。组合基金募集到资金后，再投入到一只叫作LendingHome Opportunity Fund II的美元基金中。LendingHome简称LH。

那么LendingHome是一家什么样的公司呢？根据LendingHome官方网站上的介绍，这家公司的主营业务是发放过桥贷款。

LendingHome 的主要放款对象，说白了就是“炒房族”。这些“炒房族”的商业模式是：先相中一套或者几套破旧的老房子，以低价买入，然后进行装修翻新，再把房子卖掉或者出租（见图 10-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7）。整个过程涉及的房产价值可能比较高，装修也需要花钱，而这些“炒房族”手头的资金不够，因此需要借钱。LendingHome所做的事，就是把钱借给这些炒房族客户。



图10-7

有些朋友可能会问，把钱借给需要买房子的客户，这生意和银行按揭贷款有啥区别？从本质上讲，确实没啥大的区别，因为都是借钱给对方去买房。如果一定要细分，那么 LendingHome 和银行借贷的最大区别就在于，借款对象的违约风险不一样。

一般来说，一个想要买房的美国人如果从银行贷款，那么申请的时间需要好几天，他本人可能需要填写很多表格。同时，贷款的审批时间也比较长，可能会需要2～3个月。而这个美国人如果向LendingHome申请贷款，则时间更短，手续也要简单很多，最快15个工作日就能批准贷款。

当然，天下没有免费的午餐。借户想要从 LendingHome 更快地获得贷款，其代价就是要付出更高的借款成本。一般美国人到银行去贷款，需要支付 0～1%的一次性费用，以及每年 3.5%～6.5%的利息。而他如果去LendingHome 贷款，那么需要支付 1.5%～2.5%的一次性费用，以及 7%～15%的年息，差不多是银行贷款成本的两倍。

什么人会主动放弃银行的低利率，而甘愿付出两倍的费用向LendingHome借贷呢？大致来说，可能有两类人：①信用记录太差，或者收入太低，无法从银行获得贷款的人；②急需流动性现金，等不及银行批准的人。简而言之，就是违约风险更高的借款人。引发 2008年金融危机的元凶，次级贷款（Sub-prime），说的就是这样的借款人。

现在我们暂作停顿，小结一下这款投资产品的来龙去脉：作为中介，NO理财公司介绍中国投资者通过一家美国公司（LendingHome）将钱借给美国次贷级别的炒房族去进行炒房。为了吸引投资者，基金经理会加上 75%的杠杆来放大其投资回报（和风险）。

作为投资者，对于这款产品需要注意哪些投资风险呢？

首先是房地产市场风险。因为这些资金都是借给炒房族去买旧房炒的，因此其安全度在很大程度上取决于美国的房地产市场。如果房价比较稳定，或者不断上涨，那么借出去的钱收回来问题不大。但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果房地产市场发生下跌，或者价格上下波动，那么借款人的违约率就可能会上升，投资人的资金安全也可能会出现问题。

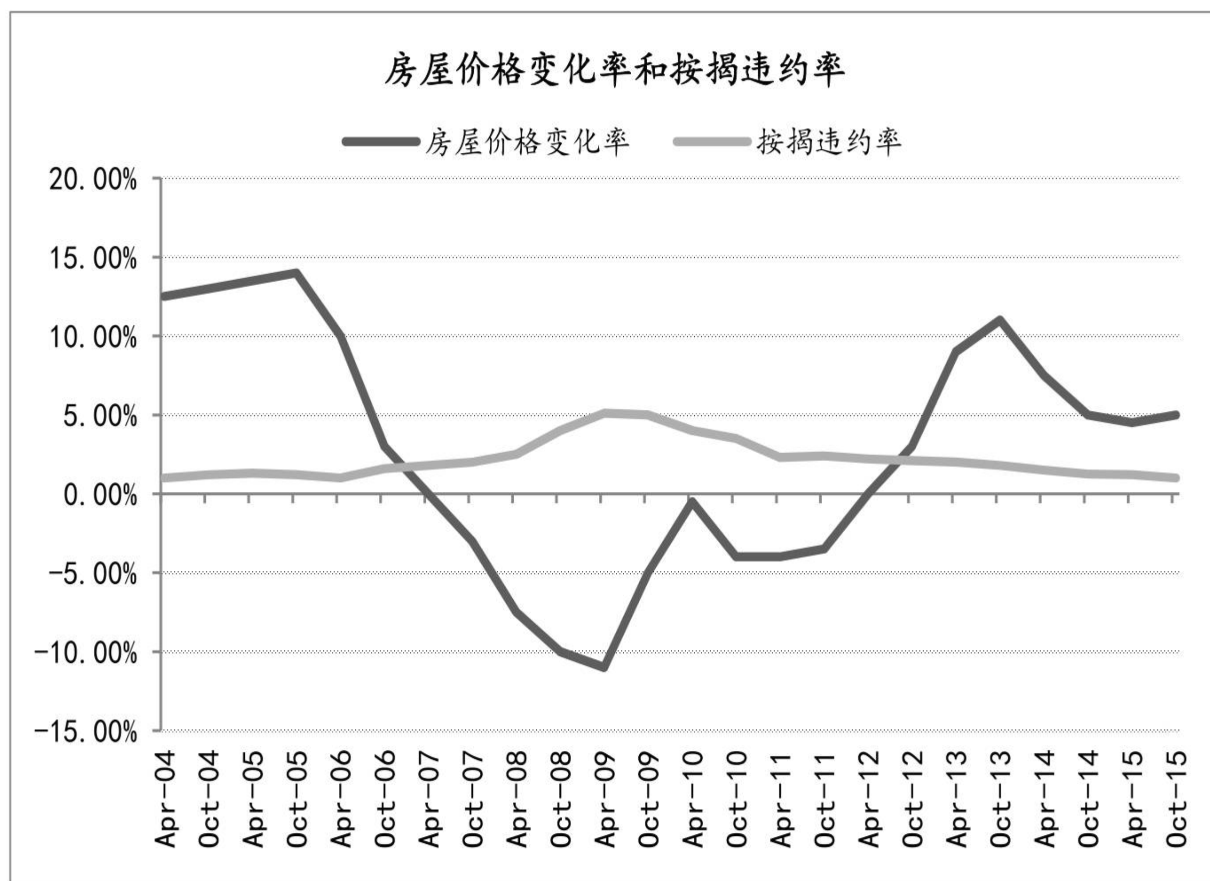


图10-8

数据来源：S&P Case Shiller National Hom e Price I ndex，S&P/Experian Con sumer Credit First Mortgage Default Index

图 10-8 显示的是美国过去 10 年的房价变化和按揭违约率的历史变化情况。我们可以看到，房价下跌时，违约率就会明显上升。由于这款产品还内含杠杆，因此在价格下跌时投资损失会被加倍放大。

如果我们进一步细想，就会发现这款产品的风险和回报的不对称之处。从风险的角度来讲，投资人承担了房地产市场的高风险波动。但是从收益的角度来讲，投资人只收到一个固定收益类的投资回报。

有一些读者可能不理解这句话的意思，所以让我在这里稍微解释一下。如果美国房地产价格大涨，那么这只基金的收益率不会随之上升，因为它的本质是按照一个固定利率借钱给“炒房族”。因此投资人能够得到的最高收益就是那个借款利率（扣除相关费用）。但是如果美国房地产价格大跌，这只基金的收益率会随之下降，甚至亏钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（如果出现大规模违约）。也就是说，投资者的收益和风险是不对称的。

如果投资人真的想投资美国房地产市场，则可以考虑购买一只低成本的房地产信托指数基金（REIT INDEX ETF）。

表10-3对比了NO-LH房地产抵押信贷基金和先锋集团的Vanguard REIT ETF（VNQ）的各项指标。

表10-3

NO-LH	房地产抵押信贷基金 VNQ	
申购费 1%		0%
管理费 0.	9%（母基金）+1.5%（基金）=2.4% <0.12%	
总费率 >2.	4%	0.12%
业绩分成 15%	（IRR 超过 8%以上） 0%	
流动性	资金至少锁住 3 年（2+1）	每日可以买卖
历史回报	期望回报 16%，去杠杆后期望回报 11% 9.	73%（过去 5 年实际净回报，无杠杆）
杠杆率 75%		0%
基金规模	母基金 3 千万美元（目标），子基金 1 亿美元（目标）	629 亿美元

数据来源：第三方理财机构宣传材料和VNQ官方网站。以上数据基于2017年6月

从费率上来讲，NO-LH房地产抵押信贷基金有 1%的申购费，同时每年的管理费高达2.4%（母基金+子基金，假设投资20万美元），是VNQ的20倍。

在这里值得一提的是，第三方理财机构的宣传材料只是披露了管理费，而并没有披露总费率（TER）。我们知道，运营一只基金，会涉及各种费用（包括管理费、托管费、法律费、审计费、行政管理费等），管理费只是这诸多费用中的一部分。在 NO-LH房地产抵押信贷基金这款金融产品中，涉及了3只基金（母基金、子基金中的 Master 和 Feeder基金），因此就有 3重基金费用。表 10-3中列出的管理费就已经高达 2.4%，加上其他费用以后，总费率肯定还要高出不少。相比之下，VNQ 列出的 0.12%是总费率，包括了所有费用。

从流动性的角度来讲，投资VNQ要远远优于投资一只私募股权母基金。如果看过去 5 年的实际业绩，VNQ 投资者的净回报为每年 9.73%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

左右。注意，这是没有加过杠杆的、实打实的真实业绩。对于杠杆我比较推崇巴菲特的理念：在充分了解自己面临的投资风险前，慎用杠杆。比如巴菲特曾经说过：我看到过很多人因为酒精和杠杆而身败名裂。如果你够聪明，不需要通过借钱也可以致富。

当然，VNQ 并不是唯一的房地产信托指数基金，投资者也可以考虑其他的类似ETF，比如IYR、SCHH、RWR等。

下面我们再来简单分析一下这款产品的成本和收益情况。

假设该基金在扣除基金经理的费用前可以获得 16%的回报。现在我们以第一年为例来分析投资回报的分成。假设投资者的投资额为20万美元。

首先，LendingHome Op portunity F und II的基金经理会分到他的管理费和业绩分成。管理费为1.5%，业绩分成为0.975% [9] 。所以该经理共分得2.475%。

其次，母基金经理会分得：申购费1%+管理费0.9%=1.9%。

投资者最后拿到手的回报为：16%-2.475%-1.9%=11.625%。

也就是说，在投资非常顺利，确实赚到 16%的回报时，这个大饼的分法如图10-9所示。投资者最终分到大饼的3/4左右。

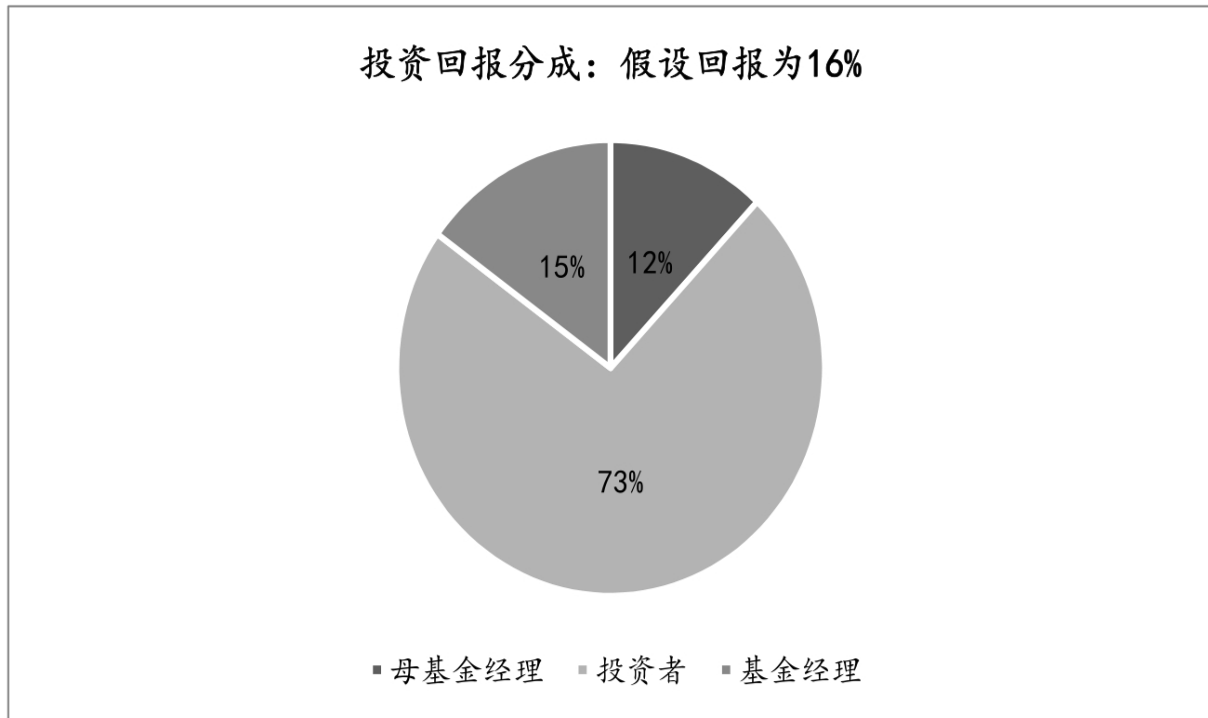


图10-9

但是投资是有风险的，没有人保证该投资能够获得X%的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果该投资回报没有期望的那么高，而是只有 5%，那么投资者、基金经理和母基金经理的回报分成如图10-10所示，每方占到1/3左右。

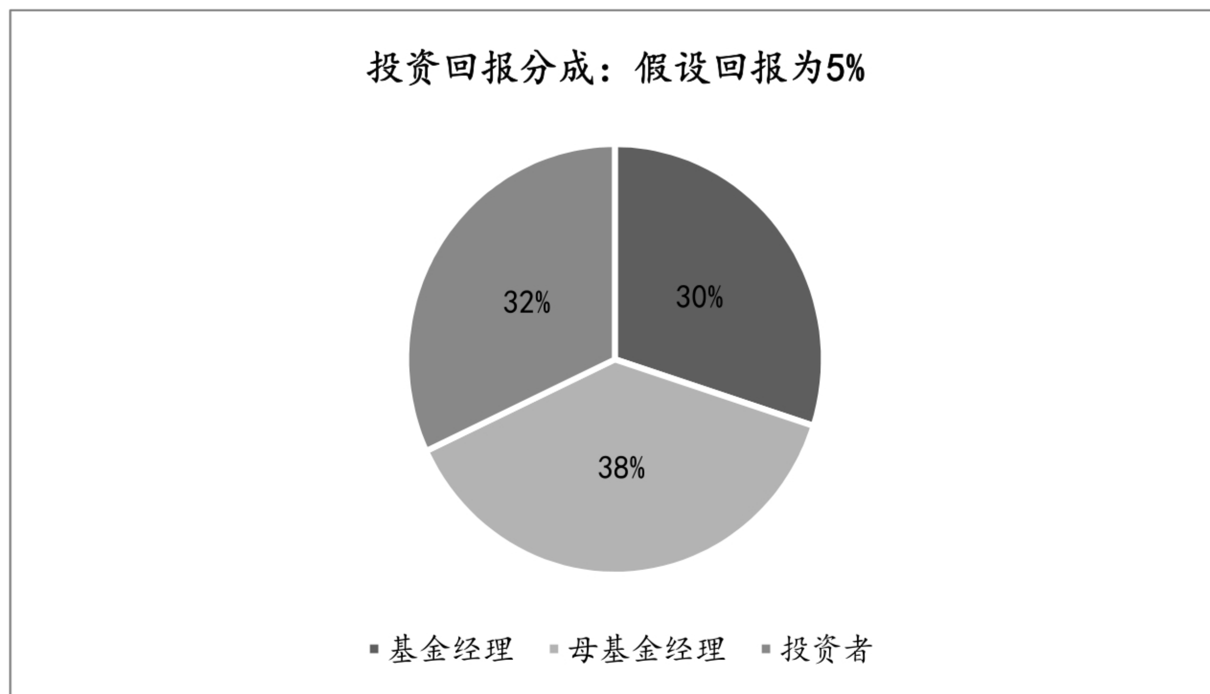


图10-10

聪明的读者还可以继续往下分析，比如，如果基金不赚钱（费前回报为0%），那么上面这张大饼会怎么画。你会发现：到最后，投资者几乎承担了所有的投资风险，而基金经理和母基金经理则旱涝保收，无论该基金是否赚钱他们都有不错的回报（因为申购费和管理费都是照收不误的）。

通过这个例子，希望可以帮助大家理解，为什么聪明的投资者需要花大力气去仔细研究和分析投资成本的道理。对于大多数个人投资者而言，投资成本对其最后的投资回报有最关键的影响。

10.5 严格控制投资费用

根据研究显示，我们人类天生就有“不求最好，但求最贵”的消费心理。很多财富管理公司和金融机构深谙这个人性的普遍弱点，因此在市场推广中会想尽办法为一些金融产品批上“高大上”的外衣，以吸引投资者上钩。

一个聪明的投资者需要明白，投资者拿到手的净回报，等于扣除费用前的投资毛回报，减去投资费用（见图 10-11）。这些费用包括

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金经理收取的管理费/业绩分成、第三方理财机构收取的申购费/管理费/佣金，以及其他各种费用。

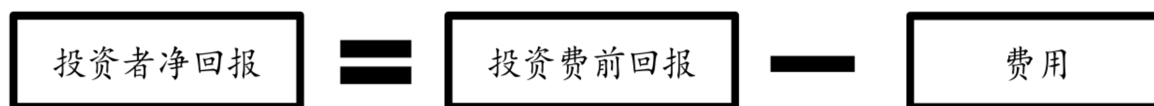


图10-11

这个数学公式，决定了费用越高，投资者拿到手的净回报就越可能让其失望。很多时候，投资的费前回报有很大的运气成分，并不是人能够控制得住的。因此，一个聪明的投资者，会更注重那些人为可控的因素，严格控制投资成本，帮助自己获得更好的投资回报。

---

[1] Hilke Plassmann, John O'Doherty, B aba Sh iv, and Antonio R angel, Mark eting Actions Can Modulate Neural Repr esentations of Exp erienced Pleasan tness, 1050-1054, PNAS, Januar y 22, 2008, vol. 105, no. 3.

[2] Shiv B, Carmon Z, Ariely D (2005) Placebo Effects of Mark eting A ctions:C onsumers May Get What They Pay For. J Market Res XLII:383-393.

[3] http://www.berkshirehathaway.com/letters/2016ltr.pdf

[4] Stephen Brown, Yan Lu, Sugata Ray, and Melvyn Teo, Sensation seeking, spo rts cars, and hedge funds, Feb 2017.

[5] Brown, R. (201 2). The p roblem with hedge fu nd fees. Journal o f Derivatives&Hedge Funds, 18(1), 42.

[6] 计算过程：（20%-1.5%）×20%+1.5%=5.2%

[7] Ling, Y., Yao, J., &Liu, W. (20 15). Chin ese hedge funds-perf ormance and r isk exposures. The Chinese Economy, 48(5), 330-350.

[8] 业绩分成计算过程：（20%-2%）×20%=3.6%

[9] 业绩分成计算过程：（16%-1.5%-8%）×15%=0.975%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章 寻找风口上的猪

如果要用一句话来总结过去十多年广大中国投资者的心态，做“风口上的猪”可能是最恰当的候选标语之一。投资者花那么多时间，做各种尽职调查，读各种分析研报，目的不就是为了找到下一个“风口”，做一回风口上的小飞猪吗？

这也是私募股权投资受到很多投资者追捧的主要原因之一。只要能够找对行业，投中像阿里巴巴、滴滴打车、京东这样的“独角兽”，那么所有这些付出的辛苦和承担的风险就都值了。

在这一章中，我就来分析一下个人投资者能否通过这样的心态快速致富这个问题。我首先会介绍一下什么是私募股权，以及在私募股权投资中常见的一些坑。然后我会和大家分享一些著名的私募股权投资案例，包括贝恩（Bain Ca pital）和 Andressen H orowitz的故事。最后，我会帮助大家做一些总结，并且讨论一下从这些案例中我们可以学到什么。

11.1 私募股权简介

任何公司的成长过程都不可能一帆风顺，而在公司成长过程中经常缺少的最大资源就是资金（有了资金就可以去购买其他资源，比如设备、人才、科技等）。那些成功上市进入二级市场流通的大企业，可以通过在股市和债市上的操作来募集所需要的资金。但是也有很多公司处于初创和成长阶段，或者还没有上市。那么在这个阶段，私募股权投资就可以填补这个渠道缺口，为这些公司提供它们所需要的资金。

大致来讲，私募股权投资，在公司发展的不同阶段有以下一些主要类型。

11.1.1 创业投资（Venture Capital）

创业投资也叫风险投资，一般是在初创企业比较早期的时候以入股的方式为被投资企业提供资金。在创业投资阶段，很多公司刚刚成立不久，现金流为负，因此这个阶段的投资风险比较高。投资人血本无归是常有的事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在创业投资之前还有一种更早阶段的投资方式，叫作天使投资（Angel Investing）。天使轮由于介入的阶段更早（比如在商业计划书阶段），因此风险比创业轮更高。

11.1.2 成长资本（Growth Capital）

一般来说，该阶段的被投资公司已经形成一定的规模，因此每一个投资项目的投资额都会比创业阶段更高一些，相对来说，公司倒闭的风险也会稍微低一些。

11.1.3 夹层融资（Mezzanine Finance）

夹层融资比较特殊，不同于一般的股权融资（Equity）或者商业贷款（Loan）。通常，夹层融资一般以可转换债券或夹层资本的形式被融入被投资公司中。

11.1.4 收购（Buyout）

收购一般针对相对比较成熟的公司，因此每一单收购所需要的投资额都会比较大。很多私募股权基金在收购后会对被收购公司做很多改变，比如更换管理层、改变公司资本结构和运营策略等，以图在短时间内快速提高公司的估值。

私募股权（PE/VC）投资具有以下几个特点。

（1）不透明。顾名思义，私募股权投资的都是一级市场里的非上市公司（Private）。因此相对来说，被投资公司的信息更加隐秘，投资者需要做的尽职调查要求更高。对于被投资公司的估值，也会更加富有争议性。

（2）流动性差。由于投资标的都是非上市公司，因此投进去以后，要退出也比较难。如果是天使投资或者创业投资，那么要等到公司上市时退出的话，很可能要等上十年或者更长的时间。当然，也有一些私募股权投资是通过中途转手（Trade Sal e）退出的。但是中途转手的话，要找到合适的买家并不是一件容易的事。

（3）风险高。私募股权投资的高风险来自于公司更小、流动性更差、信息更不透明、高杠杆（很多私募股权基金都通过高杠杆实现收购）和高收费（一般私募股权基金经理的收费都为 2%管理费/20%业绩分成，有些明星经理的收费更高）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于上面提到的这些特点，私募股权投资并不适合大众投资者，而更适合职业机构投资者。但是在中国有很多个人投资者受到高回报的吸引，也加入了私募股权投资的行列。

据中国证券网报道，自 2016 年以来，股权及创投基金（PE/VC）开启高速增长模式，基金管理规模5个月增长9028亿元，增幅达19.25%，基金管理人家数增长14.63%，管理基金只数增长20.03%。

为什么大家都这么热衷投资一级市场？这其中最主要的原因之一，恐怕就是那一个个类似于京东、阿里巴巴、百度这样的“独角兽”对投资者的吸引力。那么作为普通投资者，我们能不能从这些“独角兽”中获得投资回报呢？

接下来，我来帮助大家学习一下如何正确分析私募股权投资回报这个问题。

11.2 如何正确计算投资回报

在私募股权基金的宣传材料中，我们经常可以看到这样让人血脉贲张的广告语：软银投资阿里巴巴，7 年回报 71 倍；今日资本投资京东商城，7 年获利100倍！100倍是什么意思？就是你投进去1万块钱，7年以后变成100万块钱。如此惊人的投资回报，对于任何人来说都是充满吸引力的。

那么私募股权投资是不是就像表面上看的那样满地都是金矿？读者朋友们应该都明白“幸存者偏差”这个概念。简而言之，像上面提到的这些翻 N 倍的投资案例，都是从成百上千个投资案例中脱颖而出的非常少数的“幸存者”。用这些幸存者来评估投资私募股权，显然大大高估了投资回报，低估了投资风险。

这就好像如果看比尔·盖茨和马克·扎克伯格的例子，就得出大学生辍学创业更能获得成功的荒唐结论。阿里巴巴创始人马云就说过：“有人讲比尔·盖茨大学没读完，还有杨致远，全世界也就一个比尔·盖茨和杨致远，我认为这种概率不能去学，大学不读出来创业，总有一天是要后悔的，是要付出代价的。”

那么我们应该如何客观地评估私募股权投资的成功率和风险呢？和公募基金相比，私募基金信息披露的透明度要差很多。同时，一般由于一级市场的投资周期都比较长（5 年以上），因此很多基金投资者的回报率需要再等上好几年才可能看得清楚。这些因素就导致了目前国内对私募股权投资行业的科学性评估比较稀缺。但是我们仍然可以基于一些有限的信息，管中窥豹，大致来了解一下这个行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据搜狐财经报道[1]，截至 2016年 9月，由网络大 V李开复创办的中国最早的天使投资机构创新工场管理资产规模达 4亿元人民币和 4.55亿美元，共投资150家企业，其中1家成功IPO、7家实现并购，退出率为5.33%。有着“VC之王”称号的红杉资本自 2005年成立以来，共投资 400家企业，其中33家成功IPO、50家被并购，退出率为20.75%。而“中国PE之王”九鼎投资自2006年成立以来，管理资产规模达300亿元人民币，共投资400家企业，其中37家实现IPO、25家被并购，退出比率为15.5%。

要知道上面提到的这几个基金经理是中国顶尖的私募股权基金经理，可谓皇冠上的钻石。截至2017年3月，中国大约有20 00 0家私募股权基金公司，其中有过投资记录的大约有 7000家，而最终至少有一个项目退出的基金公司大约有1641家。也就是说，最后退出至少一个项目的基金公司占不到10%。

下面我们以 15%的退出率来大致算一下一个私募股权基金投资者可能获得的回报。这是一个纸面上的计算过程，因此会包括一些条件假设。

假设我们投资一只 7 年期的私募股权基金，在期初投入 100 万元。该基金有 15%的项目成功退出（这个比例已经非常高了，堪称中国最出色的私募股权基金之一），退出的投资回报为 10倍（非常成功的投资回报），那么该投资者投入的100万元中的15万元会变成150万元。

同时假设60%的项目不赚不赔，进去60万元，7年后出来还是60万元。剩下的 25%（25 万元）肉包子打狗，血本无归。根据这些假设，该投资者在7年后持有的基金份额的净值为210万元左右，如表11-1所示。

表11-1

年　数	0年	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年
现金流 1 -	15							+150
现金流 2 -	25							0
现金流 3 -	60							+60
总现金流	-100	0 0		0	0 0		0	+210

根据以上数据我们可以算出，该基金费前的内部收益率（IRR）为每年11.18%左右。如果扣除基金经理的收费（2%的管理费和 20%的业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绩分成），以及基金本身的运营费用（托管费、审计费等，假设为0.5%），那么投资者拿到手的净回报为每年6.84%，基金经理拿到手的回报为每年3.84%，如表11-2所示。

表11-2

内部收益率（IRR）	11.18%
基金运营费用	0.5%
基金经理回报	3.84%
投资者回报	6.84%

有些朋友可能会觉得基金经理拿到手的不多，“才”每年3.84%。要知道，这是基金经理每年可以拿到手的收入。假设该基金的规模为 10亿元人民币，那么基金经理每年的收入就是 3840万元（管理费每年都会收取，业绩分成要等到退出后一次性收取）。每年有三千多万元的收入，应该还不赖吧。

一个投资者从私募股权投资中获得每年6.84%的回报，算好还是不好？

这就要看跟什么比了。以上证综指为例，1996 年年底上证综指收于 964点，2016 年年底该指数收于 3159 点。按照该指数变化来算，中国二级市场（A股）在过去20年的年回报率为6.1%（复利计算）。这个计算还没有包括红利。如果假设这些年的红利为每年 2%左右，那么投资者从二级市场上可以获得的平均年回报为 8.1%左右。购买一只指数 ETF 的年费率为每年 0.6%左右，也就是说，投资者净到手的回报率为每年7.5%左右。

二级市场和一级市场相比，投资风险要小得多，信息披露的透明度也要高很多，同时没有流动性限制（不需要锁定 5～7 年甚至更长的投资期）。因此，只有当一级市场有比较明显的投资回报优势时，才值得投资者冒更大的风险。

在过去的 10年中，中国的 5年期国债收益率（无风险回报）大约介于每年 2.5%～4.5%之间。以国债平均收益率 3.5%来计算的话，投资私募股权的超额回报为每年3.3%左右，实在算不上有多诱人。

上面提到的年回报 6.84%只是比较理想的状况。中国有数以万计的私募股权基金，能够投到退出率为 15%的顶级基金的概率是很小的。现在我们再来看一种比较普通的情况。假设该基金有 5%的项目退

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出（也是 10倍）、60%的投资盈亏平衡，以及35%的投资血本无归，如表11-3所示。

表11-3

年　数	0年	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年
现金流 1 -	5							+50
现金流 2 -	35							0

续表

年　数	0年	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年
现金流 3 -	60							+60
总现金流	-100	0 0		0 0 0			0	+110

从上面的数据我们可以得出，该投资项目的费前 IRR 为 1.37%左右。如果扣除基金本身的费用（假设为 0.5%），以及基金经理的收费（2%的管理费），那么投资者拿到手的回报为-1.13%，而基金经理的收入则为 2%，如表11-4所示。

表11-4

内部收益率（IRR）	1.37%
基金运营费用	0.5%
基金经理回报	2%
投资者回报	-1.13%

到这里，投资者承担投资风险、基金经理旱涝保收的性质清晰地暴露出来。假设该基金的募集规模为 10 亿元人民币，那么基金经理还是会有每年2000万元的收入，而投资者则可以去喝几大口西北风了。

有些朋友可能会说，你上面这些假设太悲观了，我们投到的一些“顶级”私募股权基金，其退出率和投资成功的翻倍数都要更高。在一些极端的个例中，这也是有可能的。在这里举这些例子的主要原因，是想鼓励大家在作出投资决策之前先仔细算笔账。根据自己收集到的信息，对上面这些条件假设可以进行一定的调整，然后得出比较现实的期望值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希望越来越多的投资者在进行私募股权投资之前，对这个行业做一些比较基本的尽职调查，对自己的投资风险有一个比较清晰的认识。当然，一级市场上有很多投资机会，也相信有不少投资者从一级市场上尝到了甜头，获得了很不错的投资回报。但是这当中有多少是缘于纯粹的运气、有多少是科学判断后作出的理性投资决策，恐怕只有投资者自己心里最清楚了。一个理性的投资者，只会选择性地去承担风险，从而最大化自己在长期投资中的胜率，做一个成功的马拉松投资者。

11.3 贝恩资本

在上面两节中，我主要为大家介绍了私募股权投资的概况，以及应该如何正确计算私募股权投资回报。在接下来的两节中，我会和大家分享几个私募股权行业的真实案例，帮助大家更好地理解这种投资策略。

第一个案例，来自于私募股权行业中一家非常有名的公司，贝恩资本。

贝恩资本创建于 1984 年，其创始人是当时贝恩咨询公司（Bain&Company）的高级合伙人罗姆尼（Mitt Rom ney）、安德鲁斯（T.C oleman Andrews III）和克里斯（Eric Kriss）。贝恩咨询是由前 BCG 咨询公司的合伙人贝恩（Bill Bai n）在 1973 年创建的。该公司在创建后不断成长，现今已成为美国三大咨询公司（MBB）之一。

贝恩资本作为从咨询公司诞生的私募股权基金经理，其投资思路也充满了“咨询特色”。根据罗姆尼的说法，贝恩资本会从咨询公司的角度去收购公司并且重组被收购公司。在确定收购对象之前，贝恩资本的咨询师们往往会花上几个月甚至几年的时间去研究那家公司。在完成收购之后，贝恩资本内部的咨询师们会给出改革建议，以提高被收购公司的运作效率和估值。

在罗姆尼执掌贝恩资本的 16年中，该公司取得了巨大的成功。根据贝恩资本自己公布的数据显示，在这段时间内，他们为其投资者取得了 240 亿美元的投资回报。如果计算已经退出的投资项目，他们为投资者带来的年回报为 173%。如果算上还没有退出的投资项目，贝恩资本为投资者创造的年回报为88% [2] 。因此，无论从哪个角度来看，这些业绩回报都非常出色。

贝恩资本也有过不少被收编进商学院教材的收购经典案例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

举个例子来说，1997年，贝恩资本以1700万美元投资意大利的黄页公司Seat SP A，到 2000年，他们将该公司以接近 4亿美元的价格卖出，投资回报为 21 倍。1995 年，贝恩资本以 640 万美元的价格购买 Wesley Jessen，到1997 年该公司上市为止，贝恩资本获得的回报为 3 亿美元，差不多是初期投资的50倍。

在商业上取得了巨大成功后，贝恩资本的创始人罗姆尼开始追求他的政治诉求。2012 年，罗姆尼成功获得美国共和党代表提名，和民主党代表奥巴马一较高下，争夺美国总统之位。最后罗姆尼输给了奥巴马，离获得美国最高的权力位置仅咫尺之遥。

那么贝恩资本是不是像他们自己宣传的那样，是能够为投资者带来超高回报的摇钱树呢？这个问题有点复杂，需要我们剥茧抽丝，慢慢来分析。

贝恩资本在 1994—1998年间共投资 77家公司，其投资回报的70%来自于其中的 10个最成功的大满贯。也就是说，13%的投资标的创造了 70%的投资回报。但是在这 10个最成功的投资案例中，有 4个（40%）在贝恩资本退出以后申请破产[3]。

在这段时间内贝恩资本做的所有投资中，大约有 10%的标的最后不是破产就是血本无归，投资者在这些投资中的损失为100%。

贝恩资本最骄傲的是他们向投资者宣传的内部收益率（IRR），也就是上文中提到的173%和88%这两个数字。但问题在于，计算内部收益率是一门技术活，并不像 1+1=2那么简单。根据麦肯锡咨询[4]的一份研究显示，各大私募股权基金在计算内部收益率时采用的方法都不尽相同，因此也很难和其他投资进行比较。

举个例子来说，私募股权基金在使用资金时都有一个催缴资本日（Capital C all Da te）。投资者如果投资某私募股权基金，他不需要在第一天就把钱交给私募股权基金经理，但是他要随时准备好这笔资金。当私募股权基金经理需要这笔钱进行投资时，他会向投资者发出“催款单”，而投资者则需要在一定的时限内将资金打给私募基金经理。

在计算私募股权基金的内部收益率时，应该从签订投资协议书的那一天（承诺日）开始算，还是应该从“催缴资本日”那一天开始算，得到的结果相差非常大。绝大部分私募股权基金的算法是从“催缴资本日”那天开始算的，其理由是资金是从那天才开始被使用的。但是从投资者的角度来看，由于这笔钱已经对该基金做了承诺，因此无法用作其他用途，只能放在现金或者短期国债里。由于这个承诺，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者损失了不少机会成本，这个机会成本也应该算入投资该基金的成本中。

其次，大部分投资者，在投资私募股权时付出的管理费，是从“承诺日”开始算的。也就是说，钱还没有打过去，基金经理的收费就已经开始了。因此，从承诺日开始计算私募股权基金的内部收益率，也有一定的道理。

根据美国学者 Arends[5] 的分析，如果考虑以上这些因素，贝恩资本为其投资者带来的内部收益率是每年 30%左右。当然，每年 30%的回报也还不错，但离他们自己宣传的173%和88%可差得远了。如果考虑到投资该私募股权基金丧失的流动性（一般锁定期为 5～7 年，甚至更长的时间），那么其回报未必如看上去那么诱人。

在1984—1998年间，贝恩资本管理的基金的年回报为30%左右，但是需要锁定5～7年。同期，标准普尔500指数的年回报为20%左右，没有任何锁定期，如表 11-5所示。那么贝恩资本的基金投资者是不是得到了 10%的超额回报呢？

表11-5

分析时段 1984	—1998 年
贝恩资本	年回报为 30%，锁定期为 5～7 年
标准普尔 500 指数	年回报为 20%，没有任何锁定期

数据来源：Arends，B.The Romney Files：From Bain o Boston to White House Bid，2012.

私募股权基金提供的内部收益率的另一个问题在于杠杆率。像贝恩资本这样的私募股权基金，其参与的公司投资绝大多数都依赖于高杠杆。问题在于，高杠杆本身就带有更高的风险。如果将高杠杆的投资回报和不带杠杆的标准普尔 500 指数回报进行对比，前者给予投资者的回报当然更高。一种更公平的比法是，先计算私募股权基金去掉杠杆以后的回报，然后再和其他投资回报进行对比。

贝恩资本用的杠杆率平均为 200%左右。假设使用相同的杠杆率去投资标准普尔 500 指数基金，那么大约可以得到 30%的年回报（扣除拆借利息以后）。而这恰恰就是贝恩资本所做的事情：他们基于投资者提供的资金，通过杠杆放大将公司收购，然后通过公司发行债券，再用这些借来的资金去倒腾投资其他公司，并支付给自己数额不菲的管理费和利润分成。如果他们只是把这些借来的资金直接投资在标准普尔 500 指数基金上，那么得到的回报也是差不多的，但如果按照这种方法投资的话，估计没有投资者愿意把钱交给他们管理了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在罗姆尼于 2000年从贝恩资本退休以后，该公司管理的私募股权基金呈现出如下特点。

首先，公司管理的私募股权基金的规模越来越大。从图 11-1 中我们可以看到，贝恩资本发行的7号、8号、9号和10号基金的规模越来越大，10号基金甚至达到了 100 亿美元。从这方面来讲，贝恩资本在商业上是非常成功的——由于公司之前的“光辉历史”，因此很多投资者被吸引过来投资他们管理的私募股权基金。

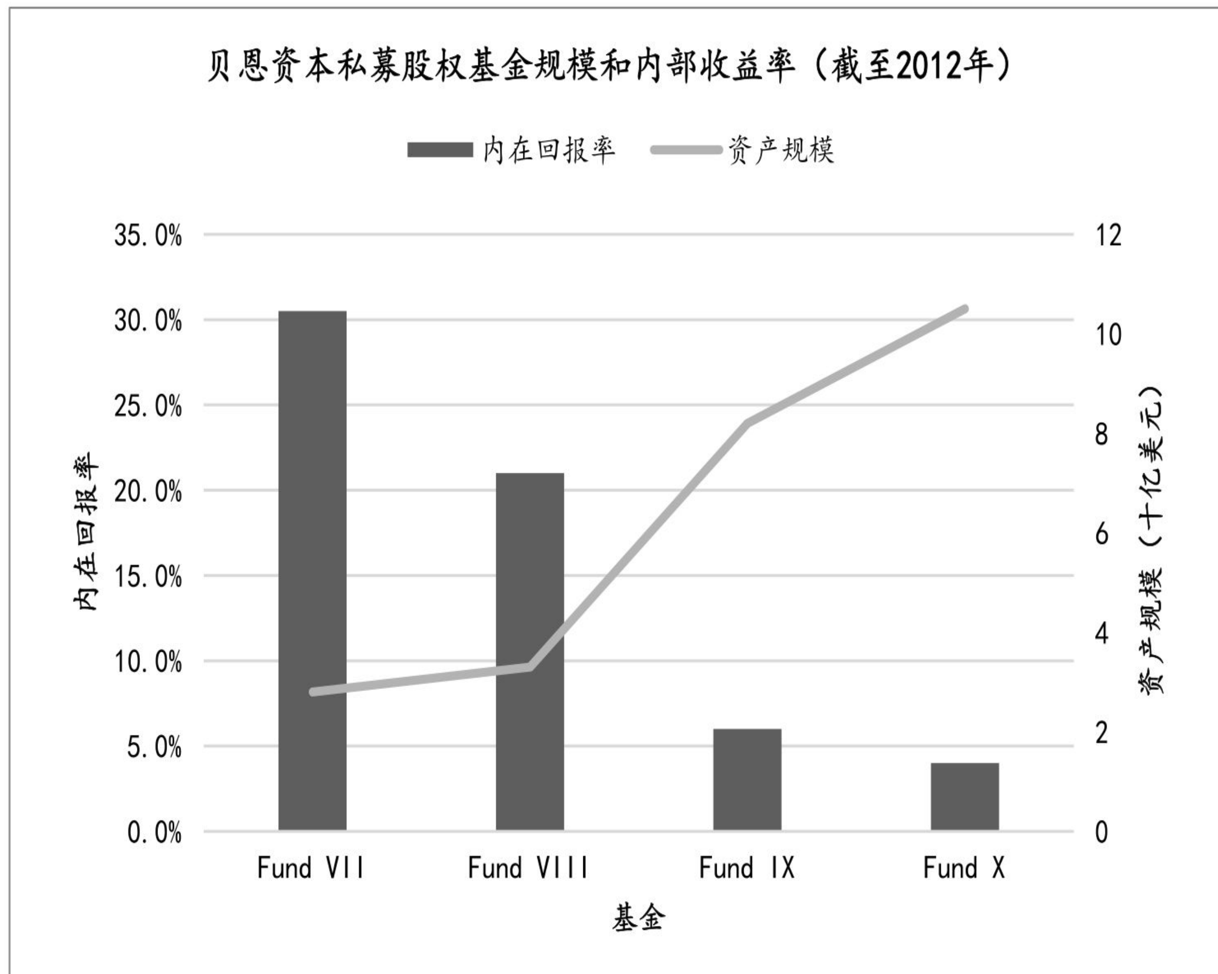


图11-1

数据来源：Fisher，D.The T ruth About B ain：I nside Th e Hous e Th at M itt Built.Forbes，2012

其次，如果再研究这些基金的内部收益率，就会发现它们好像“王小二过年”，一只不如一只。7 号基金差不多给予投资者 30%的内部收益率，应该说还符合大家的期望。但是后面几只基金的内部收益率则越来越差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，有些人可能会说这样比不公平，因为越是后面的基金，其发行的时间越晚，因此很多项目还没有退出，“果子还没有熟”。这样的说法也有一定的道理。当然，规模越大的私募股权基金，其内部收益率越差，这是一个普遍规律，也不仅限于贝恩资本一家。

那么从贝恩资本和罗姆尼的故事中，我们可以学到什么呢？

私募股权投资是一门技术活。投资者在投资私募股权基金之前，最好先学习一些基本知识，提高自己的“武装程度”，了解一些技术细节。比如该基金是如何计算内部收益率的，是杠杆前还是杠杆后的收益率，他们的融资成本有多少，在不同的情景下，基金经理和投资者的收入分配都是怎么算的，这些都是值得投资者关注的非常重要的细节。

投资者想要降低自己被忽悠的风险，唯一的途径就是提高自己的知识和技能，或者在没有收到完全可靠的信息披露之前坚决不投资。到最后，能够保护自己钱袋安全的，只有投资者自己。

投资者在作出任何投资决策之前，不要依靠一些“直觉”。比如大牌的私募股权基金一定可以战胜市场赚大钱这样的直觉，往往不可靠，经不起证据的检验。一个聪明的投资者，应该避免靠自己的直觉去做投资决策。凡事先搜集证据，在证据的基础上作出理性的判断，再决定投资方向也不迟。

11.4 Andreessen Horowitz

上面所举的贝恩资本的案例，主要在私募股权（PE）领域。接下来再和大家分享一个风险投资（VC）领域的真实案例。

风险投资（Venture Ca pital），主要是指在公司初创阶段通过股权或者夹层资本等形式进行的一种投资。那些专注于风险资本投资的基金，则被称为风险投资基金（VC Fu nd）。风险投资基金选择的被投资公司，一般在天使投资之后，私募股权（Private Equity）投资之前。

在过去的两年中，中国的风险投资行业经历了爆炸式增长。举例来说，仅 2015年一年，中国的风险投资基金就募集了 1.5万亿元人民币，是当年世界上其他所有国家的风险投资基金募集的总资金量的 5 倍左右。根据 36氪的估算，中国的风险投资基金在 2015 年大约投了 4489 个项目，合计价值大约为4200亿元人民币。

在这四千多亿人民币的投资中，绝大多数资金都投入了种子轮或者 A轮，因此要评估这些投资的回报还为时过早。这也是很多风险投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资基金投资者（LP）遇到的难题之一：整个行业有数以万计的风险投资基金，但是由于行业投资周期长，信息不透明，绝大多数投资人能够拿到的基金信息十分有限，因此如何评估和比较这些基金经理（GP），去粗取精，从平庸之辈中挑选出优秀的经理，就成为一个难度很高的挑战。

在这种情况下，很多投资者就只能顺着基金公司的名气进行投资。比如在中国的风险投资和私募股权投资行业，很多人一定都听说过 IDG 资本的熊晓鸽、红杉资本的沈南鹏、鼎晖投资的吴尚志和焦震这些经常出现在各大媒体上的大咖名字。于是有些投资者根本没有自己的判断，认为把钱交给这些大佬们管理就对了。至于这些基金公司推出的基金到底是什么策略，具体管理人是哪位经理，在扣除费用后投资者过往的回报到底如何，能够搞清楚这些问题答案的精明投资者实在是少之又少。

事实上，这也不光是中国投资者面临的窘境。在风险投资领域，中外投资者都面临信息不透明、回报讲不清楚这样的问题。在这里给大家举一个Andreessen Horowitz的例子。

Andreessen H orowitz 是由美国两位非常知名的风险投资基金经理 Marc Andreessen和Ben Ho rowitz在2009年联合创办的。Marc Andreessen是网景浏览器（Netscape）的创始人，曾经投资过的成功案例包括Facebook、Twitter、Pinterest等。Ben H orowitz和Andreeseen联合创办了Opsware，并在2007年将该公司以 16 亿美元的价格卖给了惠普。之后两人联合创办了 Andreessen Horowitz，专注于风险投资。

从Andreessen和Horowitz的简历来看，两人堪称美国硅谷风险投资A咖级别的基金经理。在 CBInsight世界风险投资百强经理人榜单上都能找到他们的名字。

在表 11-6 中显示的是 Andreessen H orowitz 发起的三期风险投资基金（Andreessen Fund I，Fund II，Fund III）的历史回报[6]。

表11-6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	募资额（亿美元）	已实现投资回报（亿美元）	内部收益率（IRR）	同期最好的 1/4 风投基金内部收益率
Andreessen Fund I	2.97	4.72	42%	24%
Andreessen Fund II	6.11	4.39	25%	33%
Andreessen Fund III	14.41	3.29	27%	30%

数据来源：华尔街日报

我们可以看到，最早的 Andreessen 第一期基金募集了 3亿美元左右，回报最好（内部收益率为 42%左右）。第二期的 Andreessen Fun d II 募集了 6亿多美元，截至 2015年年底其内部收益率为 25%左右，落后于最好的 1/4的风险投资基金 33%的内部收益率。第三期的 Andreessen Fun d III 规模最大，达到了14亿美元，内部收益率为27%左右。当然，由于时间太短，基于该数据对第三期基金的回报盖棺定论还为时过早。

平心而论，三期基金的每一期内部收益率在扣除经理费用之后还能够达到25%以上，这是非常不错的成绩。当然，这同样也显示出投资界的残酷之处：美国有数以万计的风险投资基金经理，即使像 Andreessen 这样的 A 咖，也无法保证每一期基金的回报都在前1/4行列里，更何况其他那些“普罗大众”？

事实上，风险投资基金的投资者遇到的挑战，远不止上面提到的问题。

一般我们在计算风险投资基金的内部收益率时，需要估算该基金的两部分收益：已经退出的收益（Realized）和还未退出的收益（Unrealized）。在估算未退出投资部分的市场价值时，其中的猫腻就有不少。

由于风险资本基金投资的公司大多处于早期阶段，而风险基金投的很多都是种子轮和 A 轮，因此在投资还没有退出的时候，如何计算被投资公司的市场价值就成了一个大问题。而未退出部分的投资市值直接影响到风险投资基金的回报率，因此这是广大投资者最需要关注的问题之一。

一般来说，对于未上市公司，大致有两种估值方法。

1. 内在价值法

这种方法主要基于被投资公司的财务报表数据对其进行估值，比如现金流、营业额、利润等。这种估值方法主要依靠会计数据加上一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定的预测（未来的收入预测），然后基于所设定的资金成本将未来期望折算到当下对公司进行估值。

2.市场价值法

这种方法主要基于市场上类似的企业完成的交易价格来对被投资公司进行估值。比如在过去一年或者两年中，有一个同行业的类似公司融到了一轮新的投资，那么基金经理可能就会基于这个信息来为自己在该公司中的投资进行类似的估值。

绝大部分风险投资基金都在未退出公司股份估值上做足文章。大致来讲，有以下一些比较常见的把戏。

（1）类似公司。什么叫同行业类似公司？这个定义是带有很强的主观性的。有很多初创公司，本来的行业定位就不固定，商业模式也带有很大的灵活性。举个例子来说，像知乎或者雪球这样的公司，是应该用媒体公司、互联网公司还是金融公司的标准来定价呢？在这种情况下，选择何种标杆来估值就可能导致极大的差别。

（2）和上市公司相比，非上市公司能够提供公允价值的样本量太小，因此容易导致估值极端化。举个例子来说，在美国有 350 多家上市的石油公司，全世界则有 1000多家上市的石油企业。因此，如果要对一家上市的石油企业进行估值，可以参考的公开数据样本量很大。而对于一家非上市的企业，如果能够找到 10家靠谱的同行业企业的真实交易记录，就已经相当不错了。很多时候，我们能够参考的样本可能只有几个而已。但是由于是非上市的小企业，自然又不能直接采用上市企业的估值方法（至少需要打一个流动性折扣）。这就为风险投资基金的公允估值带来了更大的困难。

（3）在很多风险投资中，对企业的投资并不是简单的股权购买。有很多投资项目带有一些附加的看涨期权条件，或者一些对赌协议。因此，在估算这些投资的公允价值时，又要比普通的股权买卖更复杂一些。

（4）风险资本基金投资的标的是未上市公司。对于非公开市场中的公司，不像上市公司有一种公开价格发现机制，只要证券市场开盘，我们几乎每天都可以看到那些上市公司的市场价格。但是私募和风险投资领域的交易发生的频率要低很多，因此价格发现也会相对滞后。很多时候市场情况可能已经发生大变，如果还用一年前的交易估值数据，就可能导致“谬以千里”的错误。

（5）对未来的估算。这一条就更是一个“画饼讲故事”的过程了。即使像滴滴打车、京东这样的大型企业，要想合理估算其未来的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金流也是一件非常困难的事情，更何况那些规模小得多的早期公司。

根据咨询公司 Cambridge Associate 的研究统计显示，美国过去15 年（2001—2015年）的风险投资基金的平均回报不及标准普尔500指数。当然，这种情况在最近 5 年（2011—2015 年）和 10 年（2006—2015 年）有所改观，风险投资基金的平均回报略高于标准普尔 500指数，如图 11-2所示。但这种超额回报是否能够经得起时间的考验，还有待观察。

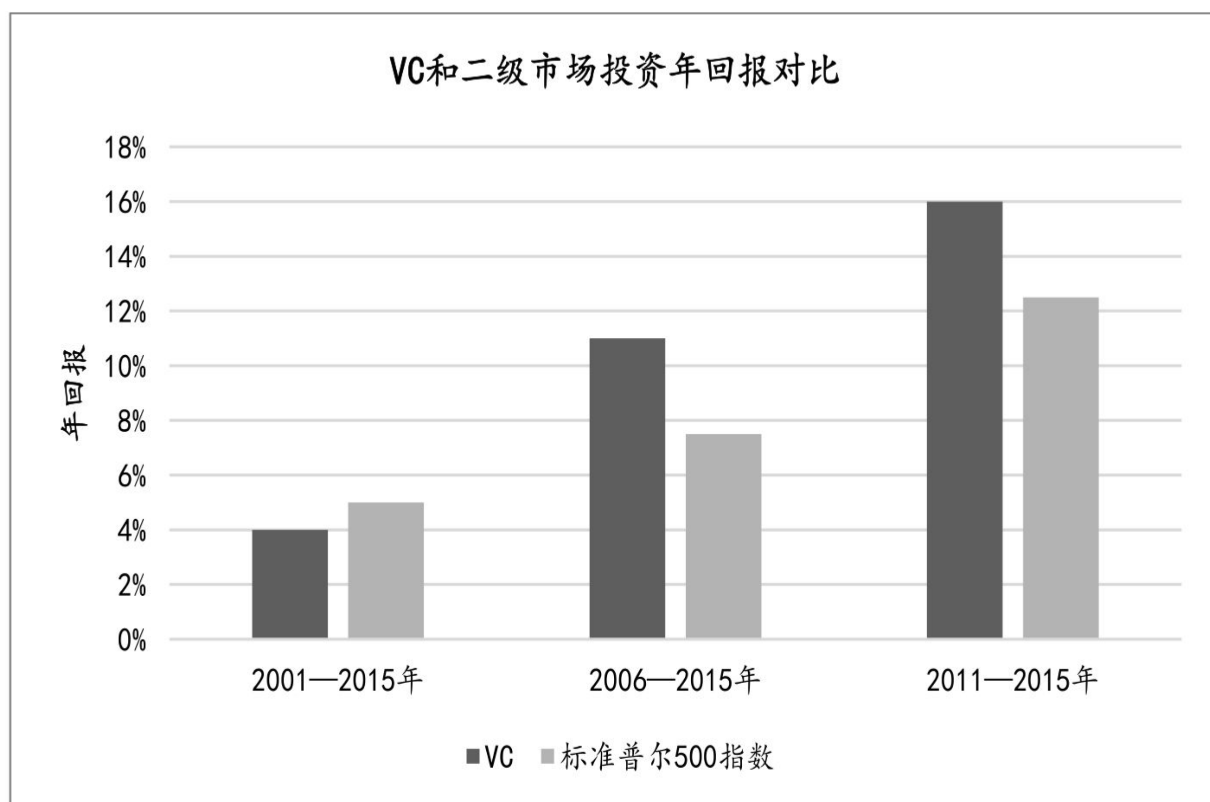


图11-2

数据来源：Cambridge Associate

值得一提的是，风险投资行业中基金的表现和私募股权基金行业类似，即内部分差非常大。最好的1/4的基金回报，要远远高于平均回报。而投资者如果不幸买到最差的1/4的基金，那么很可能血本无归，输得非常惨。这也是投资风险资本基金相对于二级市场来说的一个额外风险。

风险资本投资是高风险的投资活动。由于其信息不透明，估值猫腻空间大，因此投资者可能遇到的“坑”也比较多。一个聪明的投资者，需要仔细研究自己感兴趣的风险资本基金的各种情况，做好尽职

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调查，搞清楚他们衡量未退出项目的市价方法，获得基金经理尽量全的过往投资真实记录，这才是对自己的资金最负责的投资态度。

11.5 私募股权投资的常见误解

上面两节中，我主要通过两个具体案例帮助大家更好地了解了私募股权投资的特点，以及它涉及的风险。在这一节中，我会帮助大家整理一下普通投资者对私募股权投资最常见的误解。

11.5.1 私募股权投资回报更高

私募股权投资给很多人的感觉是回报奇高，就好像印钞机。产生这种感觉有几个原因。其中一个原因是，如果有“独角兽”级别的公司上市，或者被收购，并被赋予夺人眼球的估值，那么当年投资这些公司的私募股权基金经理一下子就会成为各大媒体争相报道的宠儿。

举个例子来说，2016 年最热门的私募股权基金经理有：红杉资本的 Jim Goetz（投了WhatsApp）、Baseline Ventures的Steve Anderson（投了Instagram）、Lowercase Capital的Chris Sacca（投了Twitter）。这些被投资公司后来的估值都超过100亿美元，因此这些成功的投资案例也让大众和媒体津津乐道。

私募股权受到很多业余投资者追捧的另一个原因是耶鲁模式的成功。在David Swensen的领导下，耶鲁大学基金会取得了令人瞩目的投资成功。

比如图11-3所示，从1973年到2006年的33年间，耶鲁大学基金会从美国创业投资（VC）基金中获得的回报为每年 35%左右，从美国收购私募股权（BO）基金中获得的回报为每年 22%左右。从所有的私募股权投资中获得的回报为每年30%左右。

在美国所有的大学基金会中，耶鲁大学在过去 40年的回报是最好的。而耶鲁模式的一个重要特点就是比其他大学基金会投资更多的私募股权，并且从这些私募股权投资中获得非常好的回报。

但问题在于，耶鲁大学基金会从私募股权投资中获得了极大成功，并不能推出任何人投资私募股权都能获得成功的结论。事实上，同期的美国私募股权投资的平均回报要比耶鲁大学基金会获得的投资回报差很多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

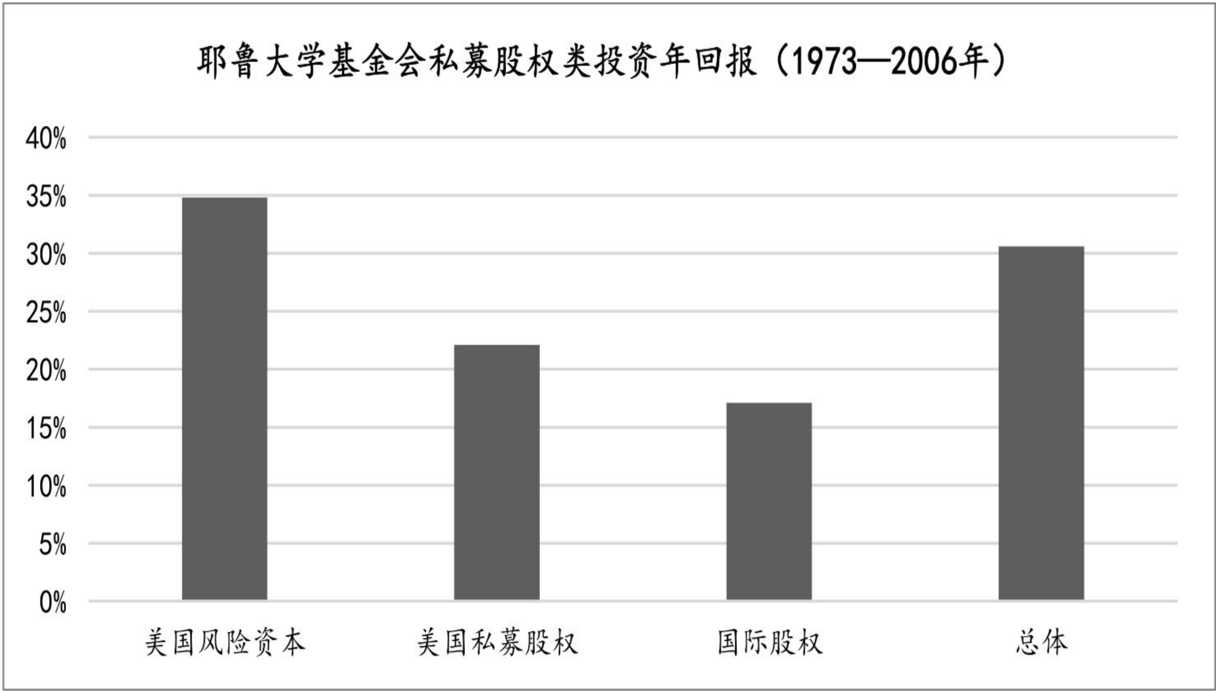


图11-3

数据来源：耶鲁大学基金会

如图 11-4 所示对比的是 1987—2006年（20年）的私募股权和二级市场（标准普尔 500指数）的投资回报。我们可以看到，美国创业投资类的私募股权投资的平均回报为 16%左右，不到耶鲁大学基金会从风险资本投资中获得的投资回报的一半。美国收购私募股权的平均投资回报为每年 12%左右，也仅是耶鲁大学基金会从私募股权中获得的投资回报的一半左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

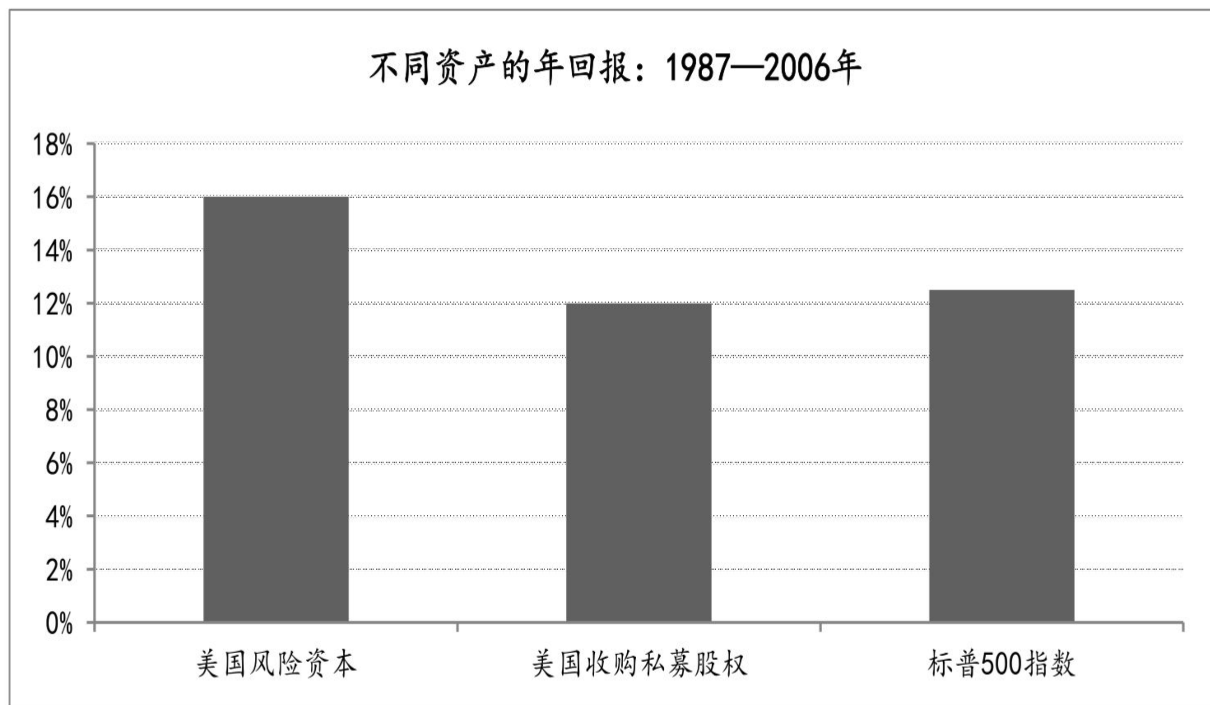


图11-4

数据来源：彭博社

事实上，收购类的私募股权投资回报，连同期的标准普尔 500 指数回报都不如。在一级市场上承担了更多的风险（流动性风险、小规模风险等）的收购私募股权投资者，没有获得任何超额回报。

有些读者可能会提出，但是美国风险资本的投资回报比标准普尔 500 指数更好呀。

从图中可以看出，风险资本的投资回报，确实比同期的标准普尔 500 指数投资回报更好。但需要指出的是，创业投资投资的公司对象都是比较小的公司。投资小公司能够获得比投资大公司更好的回报（Small s ize premium）已经被很多学术研究所证明，其中一个主要原因是投资小公司的风险更高（市场有效）。因此将创业投资回报和标准普尔指数回报做对比不是太合适。如果将创业投资历史回报和标准普尔小股票指数（S&P small cap）做对比，就会发现其回报不及标准普尔指数。

另外值得一提的是，私募股权投资一般都运用高杠杆，因此上面比较的回报都是加了杠杆以后的投资回报。我们知道，加了杠杆以后的投资，其风险要远高于没有加杠杆的投资（比如图 11-4中的标准普尔 500指数就没有加杠杆）。如果把这些私募股权投资的杠杆去掉，那么计算出来的“除杠杆”投资回报率会低很多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要认识私募股权的投资回报，需要比较平均或者中位数回报，而不是只盯着那几个最成功的案例。以平均回报来比的话，在私募股权中仅创业投资的投资回报比标准普尔 500 指数好，而收购类的私募股权投资回报则并不比二级市场更好。如果把私募股权投资中的杠杆率去掉，那么其风险调整后的投资回报会更差。

11.5.2 私募股权是一种资产类型

将私募股权归入资产类型（Asset Class ）是一种非常聪明的市场营销术。很多机构在对其管理的资金进行配置时，都会以马尔科维奇提出的“现代投资组合理论”（Modern Portfolio Theory）为基础进行多元分散。私募股权作为另类资产（Alternative）中的一种，自然也应该在所有投资者的资产配置中占有一席之地。

上面的理论看上去言之凿凿，但是它忽略了一个很重要的问题，即私募股权能不能算作一种资产类型。从证据主义的角度来看，这样的看法是值得推敲的。

在私募股权基金行业中，一个非常重要的特点就是好的基金和差的基金的回报差别非常大。

如图11-5所示对比了美国债券基金、股票基金和私募股权基金在过去30年中最好和最差的基金之间的回报差别[7]。我们可以看到，在私募股权基金行业中，好的基金和差的基金的回报差别是最大的，远比股票基金和债券基金行业中好坏之间的差别大。

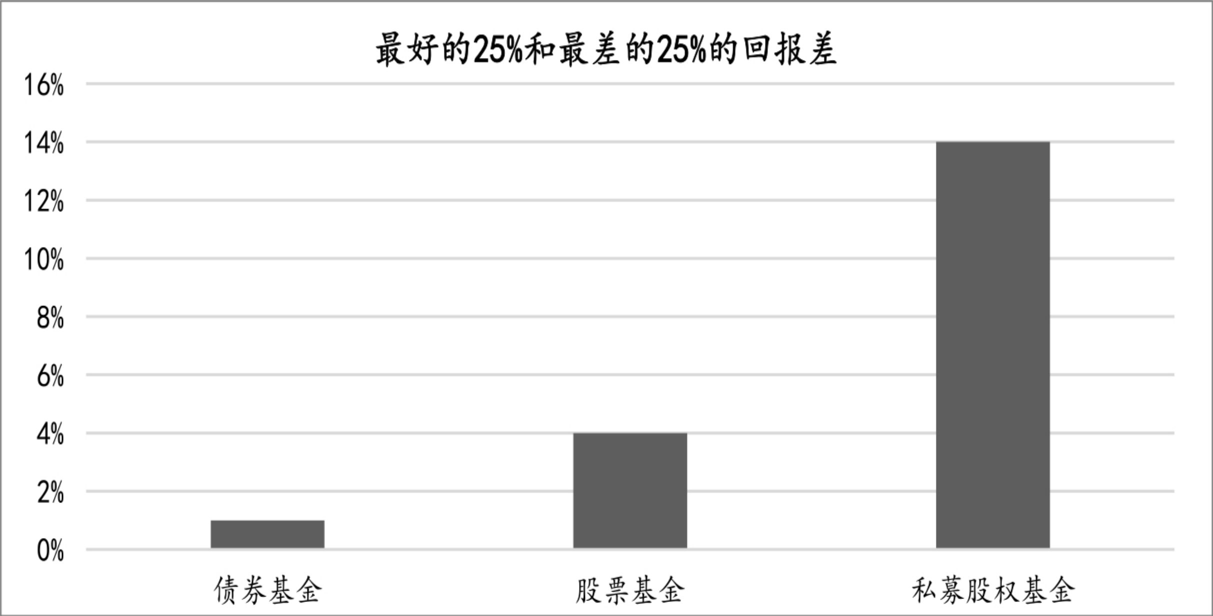


图11-5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数据来源：Kaplan and Strom berg.Leverag ed Bu youts and Private Equity.Journal of Economic Perspectives，Volume 22，Number 4，2008

大卫·斯文森（David S wensen）在其著作中多次提到，虽然耶鲁模式成功的重要组成部分是其对私募股权基金的投资，但是这种成功模式很难被个人投资者所模仿，因此他在书中建议广大的个人投资者不要投资私募股权基金。

耶鲁模式很难模仿的原因在于：首先，市场上最好的那些私募股权基金，恰恰也是最难买到的。斯文森在书中谈到，很多美国顶级的私募股权基金，其投资额度仅限于一个非常小的投资圈。即使连耶鲁基金会这样的大金主，也都很难保证可以分到一杯羹，更何况广大的普通投资者。现实的情况是：好的基金投不到，剩下的接受投资的基金都是次优的（这个叫作逆向选择，Reverse Selection），那么投资者的回报不如他们期望中的那么好就很容易理解了。

其次，斯文森也谈到，当耶鲁大学基金会去投资某一只私募股权基金时，由于他们的名气和投资额，经常可以以“优惠价”投资该基金。但是这种优惠对于投资额比较小的普通投资者来说是不可能得到的。由于投资成本不同，因此普通投资者想要复制耶鲁模式几乎不可能。关于对投资成本更为详细的分析，请参考拙作《小乌龟投资智慧：如何在投资中以弱胜强》。

最后，私募股权基金行业鱼龙混杂，好的基金和差的基金的回报差很远，因此投资者如果不会选择基金经理，那么他从投资私募股权基金中获得好的回报的概率是很小的。很多投资者在电视和媒体上经常看到某些大 V 的名字，因此就跟着他们的名气去投资其基金。如果通过这种投资方法就可以获得超额回报，那才是有违常识的。（在这里没有贬低这些大 V 的意思，只是想提醒投资者，应该尽量以证据主义为基础去检验基金经理并作出理性的选择。）

11.5.3 私募股权基金规模越大越好

对私募股权基金不太熟悉的一些投资者，在投资基金时顺着基金公司的名气走。比如行业中那些名气响当当的大公司，像红杉资本、贝恩资本、KKR、黑石集团等都是很多投资者追捧的对象。而这些名气比较大的公司，也会连续发行多只基金，比如贝恩资本发行的私募股权基金就有第八期、第九期等。只要有投资者愿意投资，那么基金公司就可以不停地发行下去。

问题是，规模越大的基金，其给予投资者的回报往往越差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如表11-7所示的研究[8]显示，当私募股权基金的规模增大时，其内部收益率（IRR）也一路下降。其中最主要的原因是，私募股权基金的回报在很大程度上取决于基金经理的个人能力。问题在于，每个人每天只有 24小时，一个再天才的基金经理，如果需要管理多只基金，每只基金都要筛选成百上千的投资标的的话，那么他在每个投资案例上能够花的时间肯定会更少。顺着私募股权基金规模去投资的投资者，最后很有可能会失望而归。

表11-7

基金规模每增加	内部收益率（IRR）变化
20% -	0.5%
40% -	1%
60% -	1.5%
80% -	2%
100% -	2.5%
120% -	3%
140% -	3.5%
160% -	4%
180% -	4.5%
200% -	5%

数据来源：Lerner，et a l.S mart Ins titutions，Foolish Choices? The Limited Partner Performance Puzzle，2005

11.5.4 任何人都能投资私募股权

在本章的开头我曾经提到，私募股权投资风险更高，需要的专业知识更多，因此不太适合普通的个人投资者。但是在中国，很多个人投资者对私募股权投资有非常大的热情。

这其中可能有很多原因。首先，几个“独角兽”型的成功案例让很多人见钱眼开，耐不住诱惑而跳入私募股权投资的汪洋大海中；其次，很多第三方理财机构，由于其高额佣金的刺激，在推销私募股权基金时不遗余力。

那么大家是不是都能从私募股权投资中获得高回报呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如图 11-6所示的回报数据基于美国 1991—2001年发行的 1398只私募股权基金。作者[9]对比了不同机构从私募股权基金投资中获得的年回报。我们可以看到，在私募股权基金的投资中，真正获得高回报的只有像耶鲁大学这样的大学基金会；其他类型的机构，比如养老基金和保险公司，其回报要比大学基金会获得的回报差很多；而通过银行和理财顾问去投资私募股权基金的投资者，更是亏了不少。

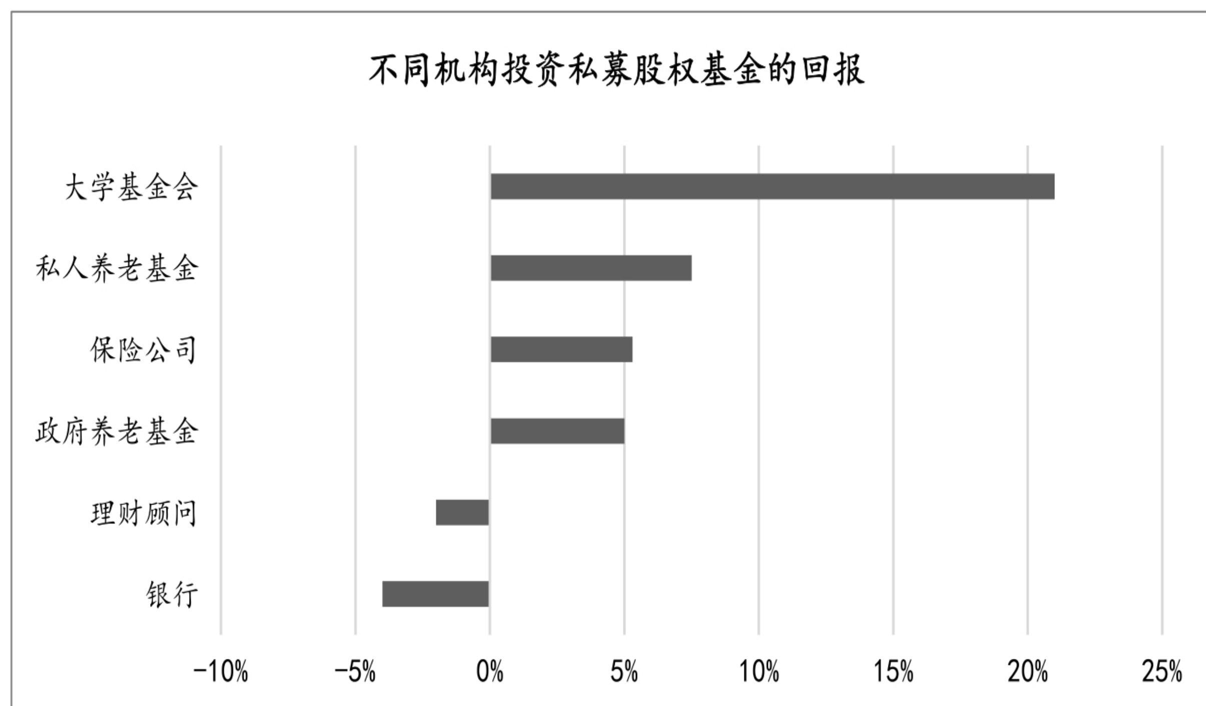


图11-6

数据来源：Lerner，et a l.S mart Ins titutions，Foolish Choices? The Limited Partner Performance Puzzle，2005

这也从另一个方面证明了大卫·斯文森的正确性：耶鲁模式的成功有其非常大的特殊性，普通的大众投资者几乎不可能模仿成功。

在笔者和国内投资者朋友沟通的过程中，发现很多人对私募股权投资有很大的兴趣和热情。但问题在于，他们中的很多人对私募股权投资的基本概念及投资风险都只是一知半解。

在这里我再次提醒大家，如果将私募股权作为一种资产类型归入投资者的资产配置中，那么选择哪只私募股权基金进行投资至关重要。要想从私募股权投资中获得好的回报，投资者需要做到有能力从成千上万的私募股权基金经理中选出真正好的经理，并且以一个合理的价格投资该基金。

希望本章的内容能够让更多的人了解私募股权投资的风险，纠正自己的误解，帮助自己更加理性地选择适合的投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

---

[1] http://www.sohu.com/a/114791401_114965

[2] Arends,B.The Romney Files:From Bain o Boston to White House Bid,2012.

[3] Fisher,D.The Truth About Bain:Inside The House That Mitt Built.Forbes,2012.

[4] Goedhart,M.,Levy,C.&M organ,P.A be tter way to und erstand in ternal r ate of return.Mckinsey,2015.

[5] Arends,B.The Romney Files:From Bain o Boston to White House Bid,2012.

[6] Winkler.Andreessen Horowitz's Returns Trail Venture-Capital Elite,2016.

[7] Kaplan and Strombe rg.Lev eraged Bu youts and Private Eq uity.Journal o f Economic Perspectives,Volume 22,Number 4,2008.

[8] Lerner,et al.S mart Institutions,Foolish C hoices?The Limite d Pa rtner Pe rformance Puzzle,2005.

[9] Lerner,et al.S mart Institutions,Foolish C hoices?The Limite d Pa rtner Pe rformance Puzzle,2005.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章 向大咖学习

在这一章节中，我会和大家分享几个本人和一些世界著名的投资行家的访谈对话内容。在我看来，这些行家在其专业领域做了多年的研究，得出一些非常有价值的研究结论，值得我通过本书和更多的读者分享，帮助大家作出更为理性的投资决策。

我和这些投资行家的对话录音，在喜马拉雅 FM、蜻蜓 FM、荔枝FM和听伴FM上都有发布。有兴趣的朋友，可以通过百度/谷歌搜索“伍治坚+嘉宾名字”找到这些访谈录音。

12.1 专访Ilia Dichev教授：投资对冲基金的真实回报

简单来讲，基金经理的工作就是帮助其客户（投资者）管钱。投资者把钱交给基金经理，特别是对冲基金经理的原因，就在于这些基金经理是“金手指”。他们可以做到投资者自己做不到的：在金融市场中翻江倒海、挥斥方遒，获得投资者自己无法获得的投资回报。

当然，基金经理不可能免费提供他们“赚钱”的能力，因此他们会向投资者收取管理费、业绩分成等各种费用。有很多资料显示，基金经理自己大多数情况下都得到了非常不菲的报酬。但是，投资对冲基金的那些投资者，他们有没有获得好的投资回报呢？

带着这个问题，我采访了这方面的行业专家，美国埃默里大学商学院的Ilia Dichev教授。

Dichev 教授是公司财报、资本市场和金融市场有效性方面的行业专家。他曾经在多家顶级研究期刊上发表过多篇学术论文，这些期刊包括：*The Accounting Review*，*Journal of Accounting and Economics*，*The Journal of Finance*，*Journal of Business* 和 *American Economic Review*。

2002 年，Dichev 教授获得了美国会计研究领域的最高奖项：Notable Contributions of Accounting Literature Award。2007年，他获得了 Emerald Citation of Excellence（卓越论文奖）。该奖项的颁发对象是每年世界上经济和商业领域最好的50篇文章的作者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12.1.1 投资对冲基金的真实回报

在访谈中，我们一开始聊了一下 Dichev 写过的一篇学术论文，*Higher risk lower returns：what hedge fund investors r eally earn* [1]（高风险、低回报，对冲基金投资者获得的真实回报），然后讨论了投资者在投资基金时最容易犯的各种错误。我们也谈到了基金行业的一些“忽悠”大法。最后探讨了普通投资者应该如何作出更为聪明的投资决策。

Dichev 教授的研究显示[2]，在 1980—2008 年间，全世界对冲基金投资者的资金加权收益率（Dollar W eighted Return）为每年6%左右。同期的标准普尔 500指数收益率为每年 10.9%，购买美国 30天国债（无风险利率）的收益率为每年5.6%。这些统计结果如图12-1所示。

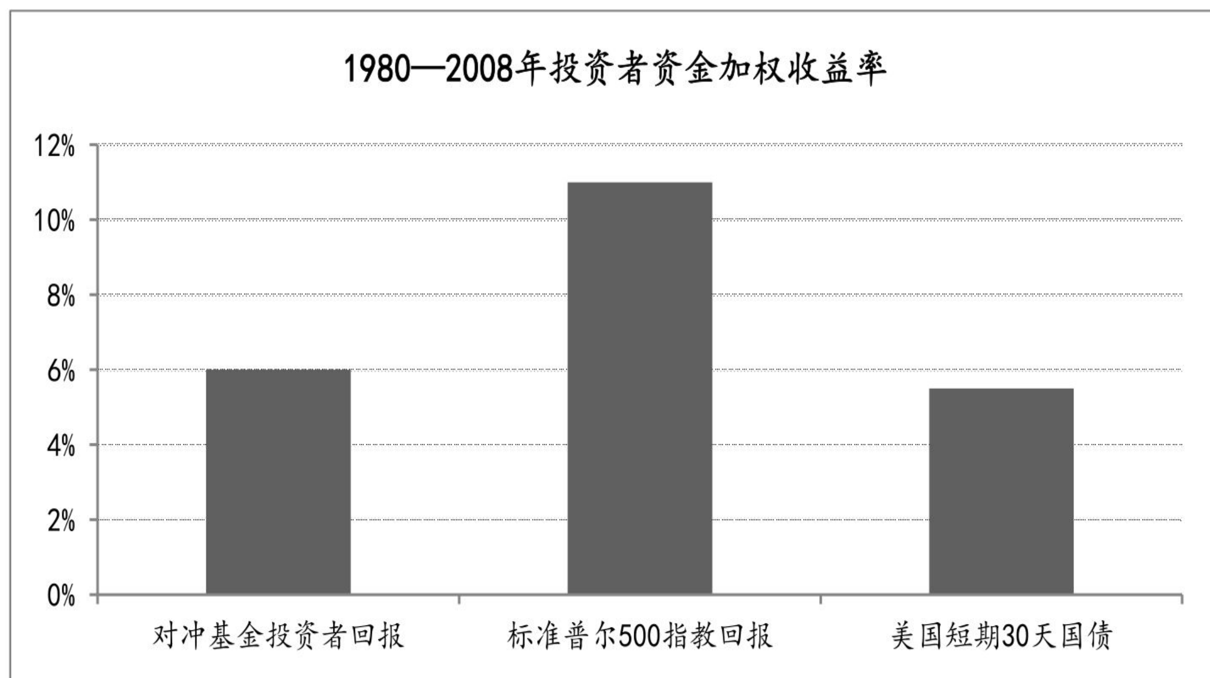


图12-1

数据来源：Ilia Dichev and Gwen Yu，Higher risk lowe r returns：what hedge fund investors really earn，Journal of Financial economics，100 （2011）：248-263

这个研究告诉我们，花那么多时间去反复研究对比各种复杂的对冲基金的那些“高大上”投资者，和一个只会购买国库券的“投资傻瓜”获得的投资回报差不多。在过去的 30 年间，如果这些投资者放弃“自尊”，老老实实去购买一只低成本的指数基金并且长期持有，那么他们获得的投资回报要比购买对冲基金得到的回报好上82%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我对 Dichev 教授提出质疑：很多投资对冲基金的投资者，都是“高富帅”的养老基金、大学基金会、国家主权基金，以及一些很有钱的土豪。他们可都是“聪明人”，掌握着大量的资金，其投资回报怎么会这么差呢？很多对冲基金的销售人员也经常拿这个理由说服投资者：你看，XXX 养老基金、XXX 国家的主权基金都购买我们的基金，这些人会是笨蛋吗？如果我们的投资策略不优秀，这么多“聪明钱”会投资我们吗？

Dichev 教授笑了笑回答到：我的研究结果，已经白纸黑字写在那篇论文中了。我的研究显示，对冲基金投资者的真实回报就是那么多。

我进一步追问：那么这到底是什么原因呢？这些大机构雇佣成百上千的金融专才，他们很多都毕业于常青藤大学，有博士学位，难道这些专业人士的工作没有创造任何价值吗？

Dichev 教授解释道：在早些年间，投资对冲基金的回报是非常好的。但是随着对冲基金管理的资金规模越来越大，投资对冲基金的投资者越来越多，其投资回报也每况愈下。毫不夸张地说，对冲基金经历了一个“大众化”的过程。如果一种投资产品趋向“大众化”，进入门槛一降再降，那么其获得的投资回报不佳似乎也没那么让人意外。

12.1.2 如何正确计算投资收益率

在 Dichev 教授的论文中，他提出用资金加权收益率（Dollar Weighted Return），而不是时间加权收益率（Time Weighted Return）来衡量投资者的回报。这是一个非常重要的概念。对于那些非金融投资背景出身的读者，让我在这里先稍微花些笔墨给大家解释一下。

在绝大多数各种基金发放的宣传材料中，它们列出的回报数据都是时间加权收益率。

举例来说，假设某只基金3年的回报率分别为+10%、-5%和7%。那么该基金的净值在第3年年末就为111.815万元（假设第0年为100万元）。

基于这些数据，我们可以算出该基金在前 3 年的回报率为每年3.79%左右，如表12-1所示。

表12-1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	第1年	第2年	第3年
回报率 +10%		-5%	+7%
净值（万元）1	10	104.5	111.815
时间加权收益率	每年 3.79%		

我们平时看到的绝大部分基金的宣传材料，在计算投资回报时使用的都是这种方法。这种计算方法有一个非常重要的基本假定，即投资者从第一天开始投资额就是稳定不变的（比如 1000 元），中间没有发生过追加投资或者赎回的情况。

但我们知道，在现实生活中，投资者在基金成立的第一天就把所有的钱投入该基金，然后一直持有的情况是非常少见的。在绝大部分情况下，投资者会先看一下基金的历史业绩，然后等到第 4 年、第 5 年或者更久以后再开始投资该基金。在决定投资该基金的资金量时，投资者一般都会看情况而定。如果基金连续一两年表现良好，那么投资者可能会追加投资；而如果基金表现比较差，那么投资者可能会赎回一部分资金，甚至全盘卖出。

在这种更符合现实的情况下，投资者的真实回报就不是上面所显示的“时间加权收益率”那么简单了。事实上要衡量投资者的真实回报，我们需要用到另一个概念，即资金加权收益率（DWR）。资金加权收益率是考虑了投资者的现金流以后计算出来的他拿到手的真实回报率。

在这里通过一个简单的例子和大家分析一下。假设某基金在两年中回报率分别为+10%（第1年）和-5%（第2年），那么该基金的时间加权收益率为每年2.22%左右。

如表12-2和表12-3所示，假设有一个投资者在第1年投了1万元购买基金。由于该基金回报不错，赚了 10%（1000 元），这个投资者感到非常高兴，于是在第2年追加投资10万元。

表12-2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2010 年 1 月投资（元）	10 000 201	1 年 1 月追加投资（元）	100 000
2010 年 1 月净值（元）10	000	2011 年 1 月净值（元）	111 000
投资回报率 +10%		投资回报率（元）	-5%
2010 年年底净值（元）1	1 000	2011 年年底净值（元）	105 450
净回报（元）	+1000	净回报（元）	-5500

表12-3

2010	年 201	1 年
年收益率 +10%		-5%
净值（元）1	10	104.5
时间加权收益率（每年）2.	22%	
资金加权收益率（每年）-3	.8%	

但是很可惜，这个投资者运气不佳，该基金在第2年亏了5%。

如果算总账的话，这个投资者在第 1 年赚了 1000 元，在第 2 年亏了5550元，因此两年净亏4550元。所以他的投资回报应该是负的。但是时间加权收益率无法反映该投资者亏钱的事实。

而如果用资金加权收益率来计算的话，就可以得出该投资者的投资回报为每年-3.8%左右。

这个例子告诉我们的道理是，时间加权收益率和资金加权收益率是两个完全不同的概念。对于投资者来说，其真实投资回报应该是资金加权收益率。根据 Dichev 教授的计算，基金投资者们的实际回报，也就是他们的资金加权收益率，比基金行业披露的时间加权收益率要差很多。

如图 12-2 所示，无论是对冲基金、母基金（FOF），还是商品交易顾问（CTA），投资者获得的实际投资回报（资金加权收益率）都明显落后于基金的时间加权收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

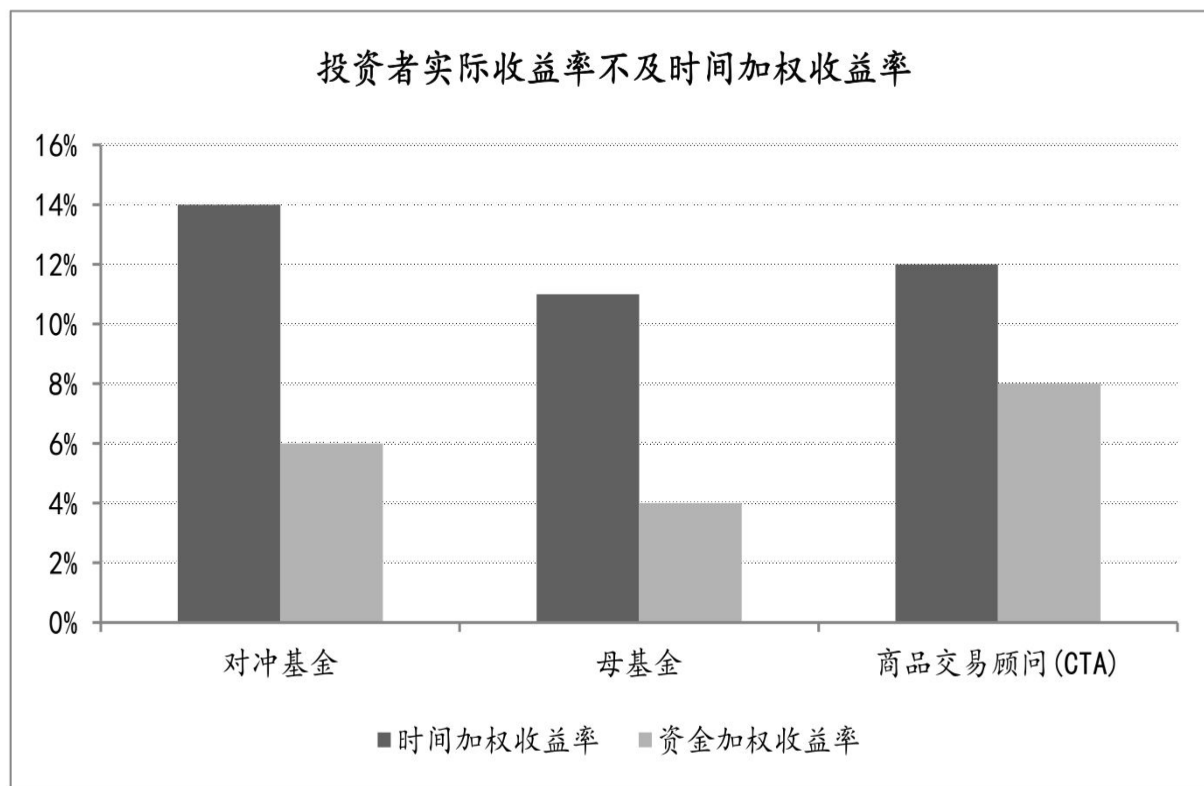


图12-2

数据来源：Ilia Dichev and Gwen Yu，Higher risk lowe r returns：what hedge fund investors really earn，Journal of Financial economics，100 （2011）：248-263

那么造成这些投资者的回报落后的原因是什么呢？Dichev 教授的研究指出，这主要源于投资者“追涨杀跌“的投资习惯。

12.1.3 投资者喜欢“追涨杀跌”

目前全世界的对冲基金数以万计，再加上各种公募基金、私募股权基金，投资者面临的选择可以说五花八门，让人应接不暇。一般来说，一只基金受到投资者的关注，往往是在它取得了非常夺目的业绩回报以后。

以做空次贷而一战成名的对冲基金经理约翰·保尔森（John Pauls on）为例。2007 年，保尔森管理的对冲基金由于做空次贷而获得丰厚的回报，基金回报业绩达到 150%，保尔森一下子成为各大媒体争相报道的对象，其故事被写进各种书籍中，其本人故事也被拍成电影。

从那以后，保尔森的基金受到了众多投资者的追捧。因此他管理的资金规模迅速上涨，从2007年的50亿美元左右一路上升到2011年的350亿美元左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很遗憾的是，2011 年保尔森管理的 Paulson A dvantage Plus基金亏损50%。2012年该基金再度亏损20%，如图12-3所示。

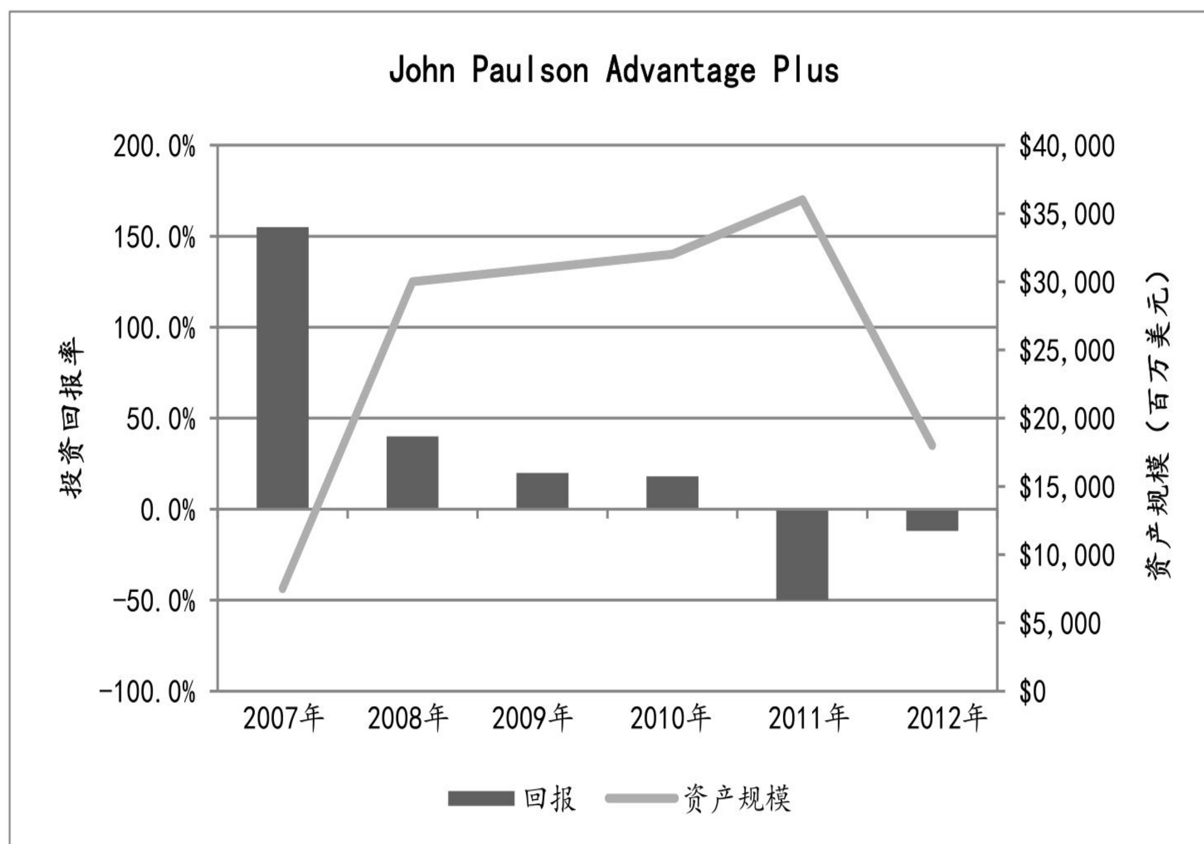


图12-3

数据来源：华尔街日报

如果我们观察保尔森基金的时间加权收益率，其投资回报还算可以。因为即使在 2011/2012 年连续亏损 50%和 20%，但是由于 2007 年的高额回报（150%），总体上说，该基金的业绩回报也还是为正。

但是如果我们计算它的资金加权收益率，就会得出完全不同的结论。主要原因在于，保尔森管理的资金绝大部分都是在2008/2009年以后进来的，这些资金并没有享受到2007年的丰厚回报，但它们却遭受到了2011/20 12年的投资损失。所以以资金加权方法计算的话，保尔森基金的投资者亏多赢少。

这样的例子还有很多，在拙作《小乌龟投资智慧：如何在投资中以弱胜强》中有专门章节进行了详细分析。

“追涨杀跌”是人类的天性。当你面临一大堆不同的基金时，你会选择过去几年赚钱的基金，还是亏钱的基金进行投资？绝大部分投资者可能都很难抵挡某只基金在过去几年取得高额回报的诱惑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我对 Dichev 教授谈到，您的研究显示，基金投资者拿到手的实际投资回报不及时间加权收益率，看上去好像并不是对冲基金经理的错，而是投资者自己的错。基金经理可能会说：我是能够获得超额回报的。但是这些投资者自己不争气，他们非要“追涨杀跌”，非要在错误的时间买进卖出，因此他们这是“咎由自取”，得不到好的回报只能怪自己。

对这种说法，Dichev 教授的看法是：首先，像我做的这种学术研究，由于其高度的专业性，需要一定时间才能被大众关注、理解并且消化。在很多人的印象中，对冲基金能够给他们带来梦幻般的投资回报。我想通过我的研究成果提醒大家，在投资任何一只对冲基金前，你需要理解自己购买的产品到底是怎么回事，它附带哪些风险。这是投资者需要做的第一件重要事情。

其次，不光是我的研究，还有其他研究都显示，对冲基金经理的收入是非常优厚的，但是对冲基金的投资者则未必如此。这是一个很多人忽略了的事实。本书第 10 章提到过的 Simon Lack 对于对冲基金投资者回报的研究，也得出了类似的结论。

回到我和 Dichev 教授的谈话中。我向他提到，有些基金经理会告诉投资者，根据研究显示，投资者通过择时来投资基金基本没什么好结果。他们往往在高点买入，低点卖出。所以为了改善你的投资回报，我会要求你的资金在我的基金里锁定 X年。在这 X年的锁定期里，你一旦投资，就不能把钱再要回去，一定要等到锁定期满以后才可以赎回。我问 Dichev 教授：您觉得这样的方法是在帮投资者，还是在害他们？

Dichev 教授的意见是，如果投资者对投资项目有充分的认识，那么“锁定期”确实可以帮助投资者纠正其行为学上的偏见，并取得更好的投资回报。

行为学习惯，源于我们人类的本能反应，因此要想消除是非常困难的。几乎每个人都会受到贪婪（市场上涨时）和恐惧（市场急跌时）的影响，这也是为什么这么多人在错误的时间买进卖出的主要原因之一。

Dichev 教授提到了电影《大空头》中的一个桥段。当时的对冲基金经理Michael Burr y 作出正确的判断，做空次贷。但是他的投资者的投资周期比较短，无法容忍基金在短期内亏损，因此要求把资金撤出。到最后，即使Burry作出了正确判断，那些撤出的投资者也没能从中赚钱。在 Burry这个例子中，被强行锁住的投资者反而可以获得更好的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，锁定期并不适合所有的投资者。毕竟，像 Burry 这样到最后被证明为正确的基金经理属于凤毛麟角，还有很多其他对冲基金在2008年蒙受了巨额损失。对于那些基金的投资者来说，资金被锁定在基金里就成了他们的噩梦。

因此，在购买任何有锁定期要求的基金前，投资者需要先自己做足功课，充分了解基金经理的投资方法、所涉及的投资风险，以及投资产品的组织架构。如果没有了解清楚就贸然投资，那么到时候想要赎回却拿不到钱，这样的处境是非常让人痛苦的。

12.1.4 给投资者的建议

在访谈的最后，我请Dichev教授和中国的读者分享一些他的投资建议。

Dichev教授想了一想，给出以下建议。

（1）控制投资成本，选择购买那些费率最低的投资品种。

（2）注重长期坚持，要有耐心。

（3）只购买那些简单易懂的金融产品。尽量避免购买带有衍生品（比如期权）或者杠杆的比较复杂的理财产品。

（4）通过多元分散降低自己的投资风险。必须牢记，只购买那些能让自己晚上睡个安稳觉的投资产品。

Dichev 教授特别强调，作为投资者，我们很难去控制投资回报，但是我们能够控制的是投资成本。所以我们应该选择那些低成本的指数基金，然后耐心地长期持有。有很多研究指出，只要你坚持耐心地持有低成本指数基金，在多年以后你就会得到比大多数人更好的投资回报。从投资类别来讲，对冲基金是收费比较昂贵的投资品种，它并不适合每一个投资者。

12.1.5 作者点评

对冲基金这样一个投资概念，对投资者来说是非常有吸引力的。凡是有过炒股经验的朋友们都知道，当市场大跌，自己买的股票亏损20%、30%甚至更多的时候，其痛苦和反胃的感觉是无法言状的。因此，如果有这样一种基金，无论市场涨跌，都能为我们带来投资回报，就好像一台印钞机那样风雨无阻、源源不断地吐出现金。这不正是全世界所有投资者梦寐以求的终极投资目标吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1992 年，当乔治·索罗斯在外汇市场上强迫英格兰银行向他俯首称臣的时候，对冲基金经理的媒体公关形象达到了新的顶点。在很多人看来，他们不光聪明，而且强大、冷血，在有利可图的时候毫不手软，甚至可以让一个国家的央行破产。

无怪乎，对冲基金受到众多投资者的追捧。很多投资者甚至跪求对冲基金经理接受自己的投资。这世上很少有人会主动求别人拿自己的钱，对冲基金是极少数的特例之一。

但是随着信息越来越开放，分析越来越深入，有越来越多的投资者了解到像 Dichev 教授所做的深入研究，开始逐渐明白隐藏在黑幕后面的秘密。原来对冲基金的投资回报也不过如此。很多东西，就像水中的明月那样，只不过是“看上去很美”。

根据统计显示，对于对冲基金行业而言，201 6年是悲哀的一年。全世界共有 1000多亿美元撤离对冲基金。除了大宗商品类基金，其他主要的对冲基金类别（股票、固定收益、多资产）的资金管理规模都发生了大幅度下降，如图12-4所示。

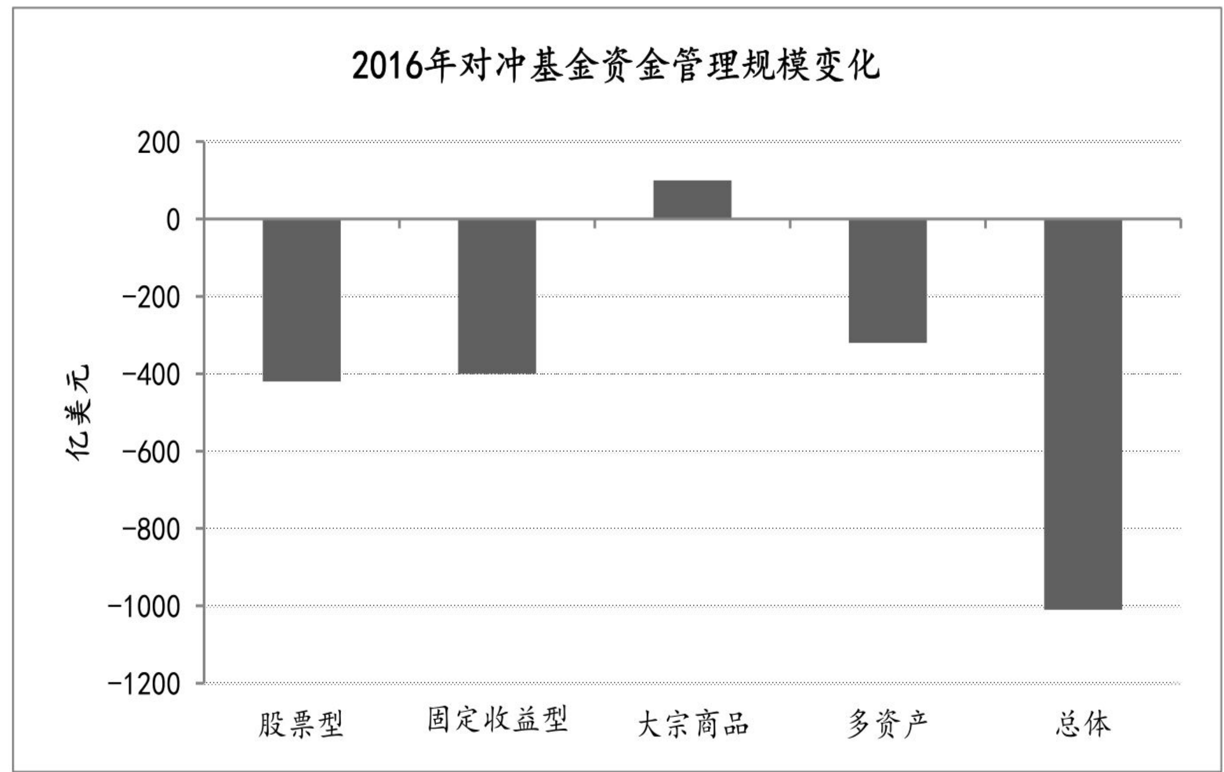


图12-4

数据来源：彭博社

从对冲基金中撤出的资金，有很大一部分来自于机构投资者。这些机构包括养老基金、大学基金会、国家主权基金等。而这些庞大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金管理机构不约而同提到的一个共同的撤出理由就是：对冲基金经理的收费太高，业绩不佳。

一个聪明的投资者，需要以证据为基础，多学习和分析各种不同的投资策略的实际回报，帮助自己作出更为理性的投资决策。

12.2 专访Campbell Harvey 教授：分清技能和运气

随着计算机编程在金融投资中得到越来越广泛的应用，量化交易也越来越受到大家的关注。据华尔街日报报道，在过去 20年，量化基金的数量和管理的资产规模有了大幅度增长。在股票指数期货交易中，超过 70%为量化交易。在国际外汇期货交易中，量化交易量大约占到80%以上。

那么到底什么是量化交易？它和传统的基金投资策略有何不同？依靠电脑程序进行投资，和人相比有什么优劣点？如何判断一个量化交易策略的好坏？带着这些问题，我和美国杜克大学的坎贝尔·哈维（Campbell H arvey）教授进行了一场非常有趣的谈话。

哈维教授是美国杜克大学的金融学教授，也是 2016年美国金融协会的主席。哈维教授在公司治理、行为金融、计量经济、计算机科学等领域发表过120多篇顶级学术论文。他写的关于甄别基金经理的运气和技能的文章，连续两年获得 *Journal of Po rtfolio Ma nagement* 最佳论文奖。他也曾 8次获得美国金融分析师协会（CFA）颁发的格雷厄姆/多德奖（Graham/Dodd Awards）。

12.2.1 运气和技能的差别

我们从哈维教授写过的一篇论文*Evaluating Trading Strategies* [3]（评估交易策略）说起。

我问哈维教授，在其他一些领域，比如物理，确认一个新发现需要达到“5倍标准差”。但是为什么这个标准在金融研究里没有被执行？业界好像满足于“2倍标准差”。

对于这些统计学概念不太熟悉的朋友，我在这里稍微为大家做一下科普。

在统计学上，如果我们要确认任何规律或者发现，确保该发现具有统计学意义，那么就需要计算该发现的T 值和P 值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果 *T* 值为 2左右（1.96），那么其对应的 *P* 值（假设自由度够大）就为0.05 左右。也就是说，该统计结果有效的概率为 95%。这也意味着，在这种情况下得到的统计结果有 5%的概率是假象。这个标准，称为“2 倍标准差”要求。

在一些精确度要求比较高的计算和实验中，“2 倍标准差”的误差率太高，因此实验人员需要提高确认结果的门槛，到3倍甚至5倍标准差。

从表 12-4 中我们可以看到，*T* 值越大，*P* 值越小，结果产生误差的概率也越小。如果一个发现的 *T* 值达到 5，也就是“5 倍标准差”，那么该结果有效的概率为99.999%。因此，标准差倍数越高，*T* 值越大，实验结果越可信。

表12-4

T 值	标准差倍数	*P* 值	误差率
2 2	倍 0.	05	5%
3 3	倍 0.	003	0.3%
5 5	倍 0.	000 01	0.001%

在哈维教授的文章中，他提到了希格斯玻色子（也被称为“上帝粒子”）的例子。

早在 20 世纪 60 年代，英国科学家彼得·希格斯就从理论上提出“希格斯玻色子”存在的可能性。但是在实验中真正确认该粒子的存在，则一直等到了2013年。

2010 年，意大利物理学家托马索·多里戈宣称，美国费米实验室的万亿电子伏加速器（Tevatron）可能已经发现了希格斯玻色子。但当时的发现仅限于3倍标准差，因此没有在科学界获得认可。

直到 2013年，欧洲核子研究组织确认发现希格斯玻色子时，其发现的可靠性达到了 5 倍标准差。因此这些物理学家才敢向世界大方宣布，我们终于证实了“上帝粒子”的存在。

为什么“2 倍标准差”和“5 倍标准差”相差很大？原因在于，科学家为了寻求某一个发现，他们可能会进行成千上万次实验。以希格斯玻色子为例，理论上该粒子仅会在每 100 亿次碰撞中产生一次。因此，为了证实希格斯玻色子的存在，物理学家们设计的粒子对撞机需要重复上千万亿次数级别的碰撞。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在任何实验中都有运气的成分，因此也可能会导致虚假的发现。重复实验的次数越多，偶然碰到假象的概率就越高。这就是为什么物理学家们需要把检验标准提高到“5 倍标准差”，确保该实验结果在统计学上能够过关的原因所在。

“5 倍标准差”规则背后有非常强的逻辑性。但是这个规则并没有被金融研究行业所采纳。目前绝大部分金融量化研究都还是以“2倍标准差”作为接受实验结果的标准。这就导致很多金融研究得出的结论并不一定经得起推敲。

在哈维教授写的论文中，他提到了一个非常有趣的例子，如图12-5所示。

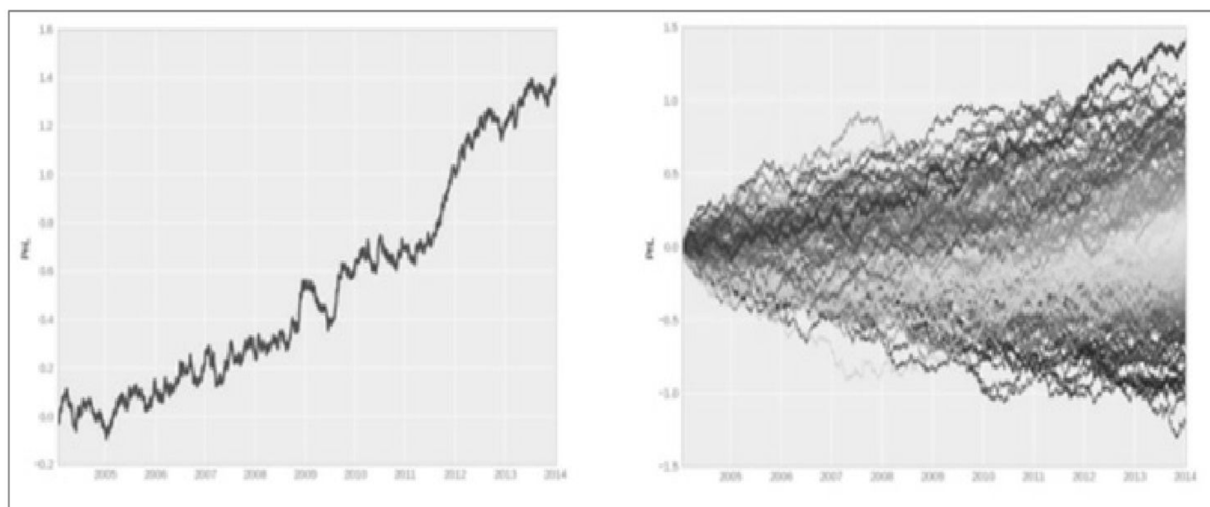


图12-5

数据来源：Campbell Harvey and Yan Liu，Evaluating Trading Strategies，2014

如果一家基金向投资者呈现如上图中左图所示的回测业绩，相信绝大多数投资者都会非常喜欢这个交易策略。该交易策略有非常稳定的投资表现，几乎没有任何大幅度的回撤。即使在 2008 年金融危机期间也都有不俗的表现。很多投资者可能会当即拍板：我决定投100万元！

但事实的真相从右图中浮现出来。原来，研究人员只是做了 200 次随机回测，然后从中挑选出一个表现最好的策略而已。对于投资者来说，他们只看到那一个最好的策略回报，并没有看到其他 199 个表现更差的情况。由于这所有 200 个交易策略都是随机产生的，因此其未来的投资回报完全不可能重复。投资者接下来的投资回报和左图一样的概率，几乎为零。

这个简单的例子告诉我们：即使没有任何技能，但是只要样本量足够大，也能够产生足以“以假乱真”的投资业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些朋友可能对上文中提到的统计知识点不太理解，那么我在这里再和大家分享一个更为简单易懂的例子。

假设有 1000 只猴子参加扔硬币大赛。如果扔到“正面”，猴子可以继续留下来参加下一轮比赛；如果扔到“反面”，该猴子被淘汰出局。大致来说，每一轮都会有一半的猴子被淘汰。我们可以看到，在扔硬币大赛连续进行 7轮后，大约会剩下7只猴子，如图12-6所示。

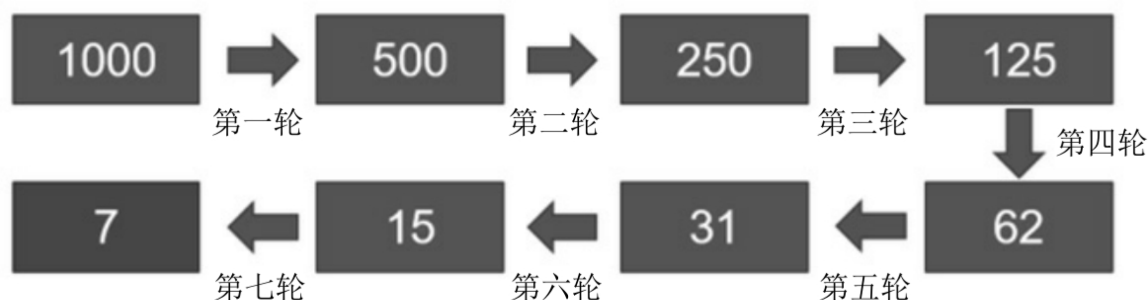


图12-6

如果我们去检验这 7 只猴子的扔硬币记录，就会发现每只猴子都连续 7次扔到硬币的正面。任何一个人连续 7 次扔到正面的概率都是很小的。因此他会告诉你，这和运气完全无关，而是我有一套扔硬币的“秘籍”。聪明的读者，你会相信一只猴子有扔硬币的“特殊技能”吗？

当我向哈维教授提到这个例子时，他完全赞同我的意见。哈维教授说道：如果有 10 000个基金经理，那么在 10年后，大约有 10个基金经理会连续 10年跑赢大盘战胜市场。这完全是随机的和由运气决定的，和基金经理们的技能一点关系都没有，但这10个基金经理一个个看起来都像股神。

这就是哈维教授在论文中想要表达的意思：目前金融行业使用的统计学标准，比其他科学性强的行业落后太多。我们需要提高金融行业确认投资业绩可靠性的标准。哈维教授提议，把“2 倍标准差”提高到“3 倍标准差”。提高了标准，就能够把仅凭运气而获得的投资回报的策略和基金经理排除在外，也能降低投资者买到一只“猴子基金”的概率。

12.2.2 如何应对量化交易策略中的随机性

我相信很多读者比较感兴趣的问题是，作为普通投资者，如何提高自己的鉴别能力，降低自己买到“猴子基金”的概率呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哈维教授提到，在业界，当很多机构在分析任何一个量化策略时，有一个不成文的规定，叫作“夏普比率减半”，即把对方提供的夏普比率减掉一半。

这主要是因为量化基金经理提供给投资者看的投资回报，都是他们在经过成百上千次回测后挑选出来的最好的那个策略。为了防止自己碰到一只特别幸运的“猴子”，投资者需要进行一定的“缩水”调整。

用这种简单、粗暴的方法调整夏普比率，很多人可能会觉得不够科学。基金经理会说：这对我不公平。有些投资者也会说，这会不会导致我们错过原本非常不错的交易策略。因此，在哈维教授的论文中，他提到了一个更加科学的调整夏普比率（Sharpe Ratio Haircut）的方法。

对于那些非金融背景出身的朋友，我在这里稍微花点时间为大家科普一下其中所涉及的专业概念。

夏普比率=超额回报/波动率

夏普比率（Sharpe Rat io）是用超额回报（投资回报减去无风险利率）除以投资组合的波动率（标准差）。该比率主要衡量的是“风险调整后收益”。

为了省事，读者朋友们可以这么理解：夏普比率越高，说明该投资策略越好。（注：这是针对非金融行业读者的比较简单、粗暴的解释方法。真要细究的话，需要仔细分析夏普比率是怎么得出来的。这已经超出了本文的范围，因此不再赘述。）

绝大部分比较专业的金融机构和基金，都会向投资者披露该投资策略（或者基金）的夏普比率。哈维教授在他的论文中提出，我们应该对金融机构所展示的夏普比率保持怀疑态度，并进行合理的调整。

具体的调整细节涉及一些统计知识，在这里和大家简单分享一下，有兴趣的朋友可以去阅读哈维教授的原著。在哈维教授的论文中，他甚至提供了计算机程序源代码，有兴趣的朋友可以直接下载使用。

假设某基金的夏普比率为 0.92，该基金来自于一个包含 200 只类似基金的数据库。我们根据夏普比率，计算出其P 值（0.4%）。然后根据样本数量，调整其 P 值。在调整过的 P 值下，再计算出调整后的夏普比率为 0.08，比原来的夏普比率下降了91%。

这个简单、易用的方法，可以帮助我们去除一些基金在宣传材料中显示的夏普比率的“水分”，让投资者获得更加真实、客观的信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息。

我向哈维教授提出，美国和中国量化研究的一大区别是，美国的金融历史数据量要丰富得多。美国的股市数据可以追溯到 20 世纪 20 年代，而中国的A股在20世纪90年代才刚刚开始。中国第一只公募基金一直要等到2001年才开始发售。这是不是意味着绝大部分基于中国市场的量化策略都很难通过严格的统计要求？

哈维教授的看法是：大致来讲，确实数据越多，量化策略的可靠性越高。毕竟如果一个量化策略基于的样本量很小，那么其结果就可能有很强的偶然性，因此难以在未来复制。

对于像中国这样的新兴市场，有两个方法可以提高量化策略的质量。首先，增加样本量。由于历史数据有限，不可更改，因此研究人员只能在数据频度上做文章。比如将研究的数据频度调到每日股价变动、每小时股价变动甚至是每分钟股价变动。频度越密，其数据量就越大。

其次，如果一些策略在发达国家中得到验证可行，那么我们就可以考虑把这样的策略移到像中国这样的新兴市场中进行交易。由于在其他国家市场中已经被验证可行，因此类似策略在中国也行得通的可能性要大得多。

12.2.3 绝大多数量化基金都是骗人的

在访谈中，我向哈维教授提出，虽然巴菲特通过“猴子”的例子提醒投资者不要被基金经理表面的业绩所误导，但他同时也指出，有很多好的基金经理都来自于同一个村落，即所谓的“价值投资”村落。在一次公开演讲中，巴菲特举了不少这样的基金经理的例子，包括 Walter Schloss、Tom Knapp以及他自己。这些经理未必能够达到“3倍标准差”或者更高的统计要求，但是他们都是很优秀的基金经理。

这个例子是否说明，投资者在选择基金经理时，也需要结合考虑该经理的投资风格和哲学来作出判断？

哈维教授表示赞同。挑选好的基金经理，区分该基金经理的回报是来自于运气还是技能，是一件非常复杂的系统工程。很多大型机构比如养老基金、国家主权基金等都做不好，可见其难度之高。哈维教授在这个领域写的多篇文章，被评为年度最佳论文，为这方面的研究作出了卓越的贡献。但事实上，能够真正读懂并理解其文章的人，仅限于少数的业内人士。这本身就凸显了要想挑选好的基金经理，难于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上青天的事实。可笑的是，很多个人投资者“无知者无畏”，反而觉得选择基金经理很容易，这实在让人有些哭笑不得。

目前在中国的二级市场，有4000多只公募基金，3000多只私募基金。在美国的二级市场，有 9000多只公募基金。在如此众多的基金基数上，要想找出几只基金连续 5 年或者更长时间取得好的投资回报，并不是一件难事。甚至这些基金经理可能完全不需要任何技能，仅凭运气，也能连续多年获得好的回报。而对于投资者来说，他们以为自己买到了一只非常好的基金，其实只不过是把钱交给了一只幸运的“猴子”而已。

我向哈维教授请教，在这种情况下，普通投资者应该怎么做？特别是很多投资者一没有专业知识，二没有数据信息。在这种情况下去挑选主动型基金，岂不是相当于误打误撞，靠天吃饭？我们是不是应该放弃幻想，满足于购买那些低成本的指数基金？

哈维教授表示完全赞同。在他看来，中国的 4000只左右的公募基金，至少有一半达不到专业的技能标准，根本不值得投资。美国的情况更糟。在哈维教授写的另一篇论文中，提到他们发现在美国，最多只有 10%的公募基金经理有真正的投资技能。

对于普通的个人投资者来说，他们大部分人都有自己的本职工作，同时并非金融专业出身。这些投资者没有时间，没有专业技能，也没有数据信息帮助他们挑选基金。因此对于他们来说，更好的选择是购买低成本的指数基金。

在哈维教授写的*Evaluating Trading Strategies* 一文中，他得出结论：

Most of t he empirical research in fi nance,whe ther published i n academic journals or p ut i nto pro duction as an active tra ding strategy by an in vestment manager,is l ikely fa lse.Ha lf th e fi nancial pr oducts t hat c ompanies a re sel ling to clients are false.

翻译如下：绝大部分在金融期刊上发表，或者向投资者兜售的主动型量化交易策略，都可能是骗人的。基金公司售卖的投资产品，有一半都是“假货”。

希望投资者可以从哈维教授的研究中学到一些有用的知识，提高自己的警惕程度，不要轻易坠入基金公司和理财机构的销售陷阱，从而作出最有利于自己的理性投资决策。

12.2.4 作者点评

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Campbell H arvey 教授是量化投资领域全世界公认的权威专家之一，他的很多研究成果被各大学院以及投资机构学习。能够有机会和哈维教授就这些问题做一番深入的探讨，让我感觉非常荣幸。

哈维教授想要反复提醒广大投资者的是，在评判一个量化交易策略时，需要明白其中涉及很多专业化知识。一个投资策略的好坏，要远远比其表面上显示的投资业绩回报复杂得多。一般普通投资者如果只是顺着历史业绩去挑选基金，决定自己是否要购买该理财产品，那么是很难获得好的投资回报的。

这背后有一个非常重要的原因，就是我们很难分辨一只基金的投资回报，有多少来自于基金经理的能力，有多少来自于运气。从统计学的角度来讲，要想明确区分能力和运气，则至少需要数十年，甚至更长的真实投资数据。如果仅基于某基金过去 3～5年的历史数据来做判断，那么在绝大部分情况下只是在“瞎选”而已，和通过扔硬币正反面做决定没多大的差别。

因此，一个对自己负责的投资者，应该提高自己的知识程度，用这些研究和信息武装自己，这样才更有可能识破理财机构分发的各种宣传材料中隐藏的玄机，帮助自己作出更为理性的投资选择。

12.3 专访Jason Hsu博士：聪明贝塔在中国

聪明贝塔，也被称为“因子投资”，是最近几年欧美炒得比较热门的投资概念之一。在笔者撰写的《小乌龟投资智慧：如何在投资中以弱胜强》一书中，专门用了一个章节来介绍聪明贝塔。

该书出版后，我收到不少读者的反馈。其中有一个比较常见的问题是：这种在海外流行的投资策略，搬到我们中国以后行得通吗？

正所谓“橘生淮南则为橘，生于淮北则为枳，叶徒相似，其实味不同。所以然者何？水土异也。”把外国的交易策略生搬硬套拿来中国，基本是行不通的。

带着这个问题，我和锐联财智（Rayliant G lobal Advisors）的主席 Jason Hsu博士进行了一番非常有趣的对话。

Jason Hsu 拥有加州大学洛杉矶分校（UCLA）的博士学位。在创立锐联财智之前，他是 Research Af filiates 的联合创始人和副主席。Research Affiliates的另一位创始人是Robert A rnott。Robert A rnott和Jason Hsu 都是聪明贝塔研究领域的权威专家。Jason 本人在该领域发表过多篇学术论文，并且获得了多个学术研究奖项。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12.3.1 小心陷入“追涨杀跌”的投资陷阱

在我和Jason的对话中，首先谈到了到底什么是聪明贝塔这个问题。

Jason 对聪明贝塔型产品的总结是：在过去多年的金融学术研究中，学者们发现了各种不同的能够为投资者带来超额收益的投资因子，比如价值（Value）、小市值（Small Cap）等。这些发现已经在学术界存在多年。近年来出现的聪明贝塔型投资产品，就是基于这些因子设计的，相对来说成本比较低，类似于指数型的基金产品。

换句话说，聪明贝塔型指数基金向投资者提供了一种可能性，以比较低的成本（比如小于1%）去获取一些明确的因子回报（比如价值因子）。

在这种产品出现以前，投资者只能通过投资基金经理，并支付比较高的基金费用才能购买到基于这些因子的投资策略。从这个角度来讲，聪明贝塔型指数产品拓宽了投资者的选择范围，并且降低了他们的投资成本，是一个对投资者有利的金融创新。

我向Jason指出，2016年，Research Affiliates的Rob Arnott专门写了一篇题为《聪明贝塔可能出现的问题》[4] 的文章。

在文中，Arnott 指出，由于因子投资策略大受欢迎，我们预期在未来可能会发生一场聪明贝塔的崩盘。

在聪明贝塔领域，Arnott 算是一位比较有代表性的学术权威。如果他撰文指出聪明贝塔可能出现泡沫破裂，是不是值得广大投资者警惕？

Jason 的意见是，首先，投资者在选择任何投资策略前，都应该充分理解该策略后再出手投资。对于那些不理解聪明贝塔投资策略的投资者，提醒他们注意投资风险是十分必要的。

其次，聪明贝塔投资者需要注意分散因子风险，不要把赌注都放在某个单独的风险因子上。

很多投资者有“追涨杀跌”的习惯。看到过去 3～5 年某个因子的投资表现不错，他们就受不了诱惑也跟风买进。如果有太多的投资者都涌入购买同一个资产，不管是房子也好，股票也好，风险因子也好，那么该资产的价格就可能会被推高，造成潜在的泡沫。防止自己被卷入泡沫的方法之一，就是注重多元分散，通过多因子策略进行投资，不要把资金都集中购买某一个风险因子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基于投资者喜欢“追涨杀跌”的投资习惯，我向 Jason 提到他之前写过的另一篇专门对该问题进行分析的学术论文[5]。

如图 12-7所示，论文作者发现，在过去 23年（1991—2013年）中，美国基金投资者的实际投资回报（资金加权回报）仅为每年6.87%左右。而同期所有基金的时间加权回报为每年 8.81%左右，同期标准普尔 500 指数的年回报为8.97%。投资者因为“追涨杀跌”，每年损失了接近2%的投资回报。

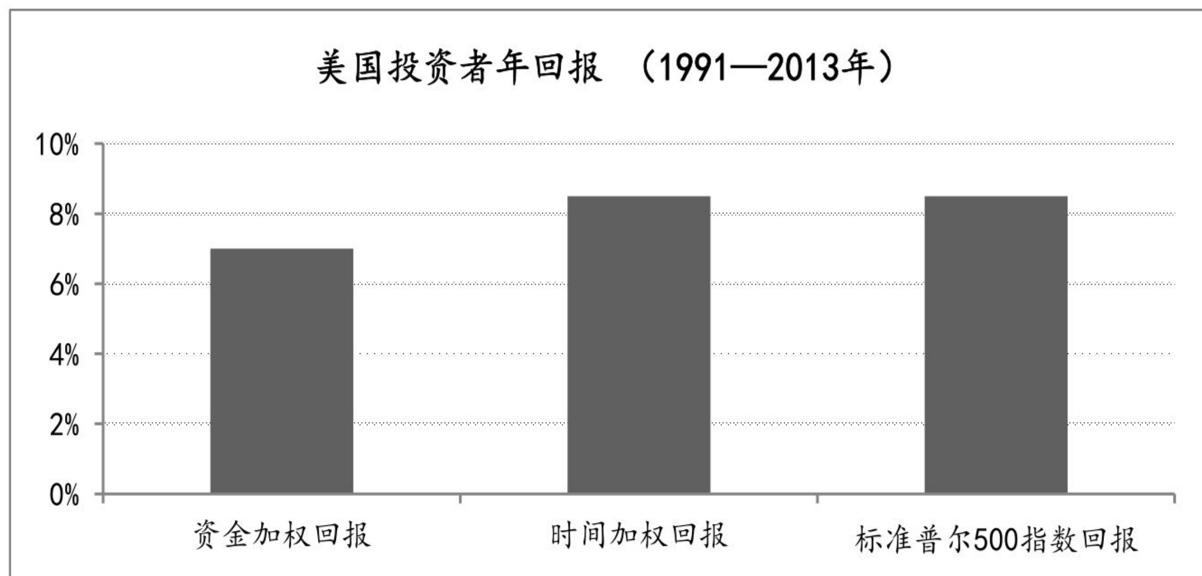


图12-7

数据来源：Jason Hsu，Brett Myers，and Ryan Whitby，Timing Poorly：A guide to generating poor returns wh ile investing in successful str ategies，Journal o f Portfolio Man agement，V42，Number 2，Winter 2016

在Jason和其他作者共同写的这篇研究论文中，他们同时发现，如果投资者每次都挑选过去 3 年表现优异的基金买入，并且每年轮换（卖出排名低的基金，以排名好的基金替换），那么其投资回报就会非常让人失望。投资者使用这种策略无法获得好的投资回报，有很多原因，其中有一条值得一提：均值回归。

12.3.2 均值回归

“均值回归”是一个非常重要的概念，值得我在这里稍微花点笔墨给大家解释一下。

假设我们只观察某只基金过去 2～3年的表现。如此短期的基金回报，带有很大的偶然性。在如此有限的样本量中，我们很难判断其业绩回报有多少来自于基金经理的水平，有多少来自于运气成分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运气女神，来得快去得也快。因此，如果投资者挑选过去 3 年业绩好的基金购买，那么其中一些基金很可能会因为“均值回归”现象，业绩回报开始下跌。这就是投资者通过“追涨”来购买基金难以获得好的回报的最主要原因之一。

举个例子来说，假设一位基金经理的真实水平如图 12-8 中水平线所示。对于绝大部分投资者来说，他们是无从得知这位基金经理的水平的。其所能看到的，只是他表现出来的投资业绩，如图中曲线所示。

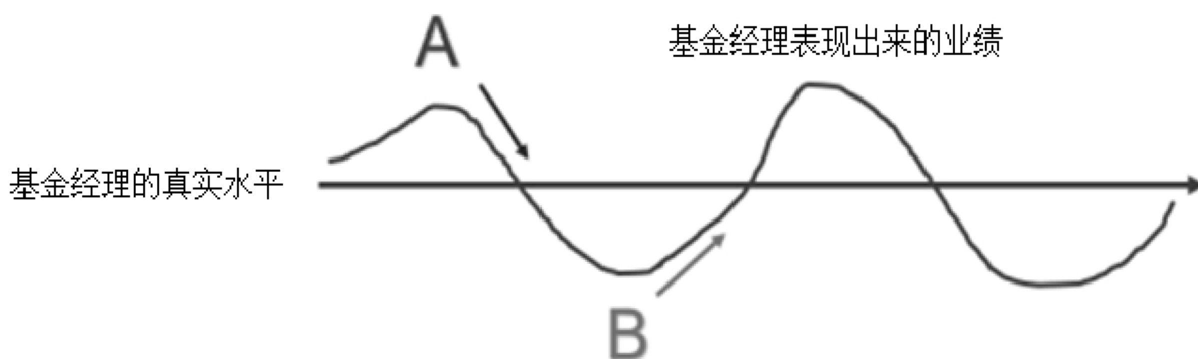


图12-8

在现实中，一位基金经理的投资业绩受很多因素影响，比如自己的能力，以及其他一些随机因素，如运气、时机、他所掌握的数据和信息等。因此在大多数情况下，我们所看到的基金经理的投资业绩，会以一条围绕其真实投资能力的曲线形式表现出来。有时候，他的投资业绩好于其投资能力；有时候，他的投资业绩比其投资能力更差。

如果被检验的时间够长、样本量够大，那么基金经理的业绩应该在其真实的投资能力上下波动，不会长时间偏离其投资能力。也就是说，连续多年表现出强于其能力的投资业绩，或者连续多年获得低于其投资能力的回报，都是小概率事件。更有可能发生的情况是如图12-8所示的那样，时好时坏。

这就是一种典型的“均值回归”现象。当基金经理获得超过其能力的投资回报时（比如图 12-8 中的 A 点），那么接下来更大的可能是他的投资回报变差，回归平均水平。或者当基金经理获得低于其水平的投资回报时（比如图12-8中的B点），那么接下来更大的可能是触底反弹，回归其投资均值水平。

这个道理，在小朋友考试、运动员跑步等问题上都是类似的。比如小朋友平时考试的真实水平在 85 分左右，那么当他有一次超常发挥考到 100 分时，家长不应该过度兴奋，因为接下来如果再考，更大的可能是回到其考试平均水平，即85分左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对“均值回归”的理解不够透彻，也会给一些家长造成“打孩子”有奇效的错误印象。比如一个孩子平时一直能考 85 分左右，但是有一次考试失常，仅得 60分。家长非常愤怒，打了孩子一顿。接下来的一次考试，孩子的分数回到 85分左右。家长误以为自己打孩子打出了效果，其实只不过是“均值回归”而已。

在基金经理的投资业绩，以及不同大类资产的投资回报中都有相当程度的“均值回归”现象，值得广大投资者注意。

12.3.3 中国和美国股市的区别

接下来，我和 Jason 谈到他写的另一篇非常有趣的学术论文：《A 股中的不规则现象》[6]。我们首先谈到了中国和美国股市的区别这个问题。

Jason 的看法是，A 股中的散户投资者数量更多。根据统计显示，A 股中散户的交易量占到总交易量的 80%以上。而相对来说，美股中的交易量主要来自于机构，散户的交易量仅占到总交易量的10%以下。

由于这个巨大的区别，因此相对来讲，A 股的市场价格有效性更低，市场中的“韭菜”更多，更容易被好的职业投资机构利用来获取超额回报。

我向 Jason指出，中国的股市可能确实有很多噪声（Noise），即脱离股票基本面的无意义波动。比如 2016 年 11 月，在媒体报道特朗普赢得总统选举时，川大智胜逆市大涨 6%；2014 年，文章出轨，伊利股份大跌 4%；2013年，李天一被抓，ST 天一跌停；2012 年，奥巴马连任美国总统，澳柯玛涨停。这样的例子还有很多。

因此大家比较关心的一个问题是，既然中国股市中有那么多“韭菜”，那么作为普通投资者，是否应该选择放弃成为“韭菜”，而把自己的资金给予那些专业的基金经理，让他们帮助我们投资？

Jason 的看法是，绝大部分投资者都有自己的本职工作，他们不一定有专业知识、数据和时间去做个股分析。因此对于这些投资者来说，更好的投资方法是寻找靠谱的基金经理，让基金经理帮助他们进行投资。在美国市场，由于市场的有效性，以及各大职业机构之间高强度的竞争，导致任何机构都很难战胜市场，因此购买一只低成本的指数基金是非常不错的选择。但是在中国市场，由于有效性比较低，“韭菜”又多，因此寻找一个靠谱的主动型基金经理也是一个不错的选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Jason 特别指出，在投资者选择主动型基金的时候，需要加倍注意自己的投资成本。作为业内人士，他自己就看到过不少中国的主动型基金，其收费非常昂贵。到最后，即使基金经理有能力获得超额回报，其回报也被高昂的收费抵消，导致投资者没有获得任何好处。一个聪明的投资者，应该寻找那些策略靠谱，同时收费合理的基金经理帮助进行投资。

12.3.4 股市的长期回报

接下来，我和Jason谈到了中国股市长期投资回报的问题。我提出，纵观美国股市历史，买入并且持有可以帮助投资者获得非常不错的投资回报。但是在中国，买入并且持有这样的策略是否行得通则存在争议。

比如我们回顾过去10年，2007年9月，上证指数在5000点以上。10年后的今天（2017年8月），上证指数在3200点左右，如图12-9所示。这就是说，对于一个长期持有的投资者来说，过去 10年的投资回报为负。难怪很多投资者会质疑，买入并且持有的投资策略在中国是否行得通。



图12-9

数据来源：彭博社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Jason 表示赞同。他提到，在美国股市，从长期来说，买入并且持有可以为投资者带来每年 11%左右的投资回报（基于历史数据，费前回报）。但是中国股市不一样。中国股市的波动率为每年 33%左右，是美国股市的两倍。波动率大，意味着如果投资者在错误的时间和价位买入股票的话，其遭受的损失也会比较大。

因此在Jason看来，主动型基金经理在中国市场大有可为。由于中国市场中的“韭菜”实在太多了，这些“韭菜”就成为主动型基金获取“阿尔法”（超额回报）的来源。如果一个主动型基金经理有一套合理和靠谱的投资策略，那么他就更可能在中国市场上获得成功了。

我向Jason指出，关于中国主动型基金经理的业绩回报，有不少相关的学术研究。比如一项研究[7]指出，在 1998—2012 年间，中国的公募基金回报确实高于市场基准，整个基金样本在 14 年内创造了每年 5%左右的超额回报。这些超额回报主要来自于公募基金经理挑选股票的能力。

事实上很多研究都显示，基金经理创造超额回报的能力，主要来自于其选股能力，而非择时能力。即使像巴菲特这样的投资传奇人物，也不敢自称有择时的能力。

Jason 表示赞同。他提到，他们对中国的股票型公募基金做过一个比较详细的分析。这些基金持有的股票仓位介于 30%～100%之间。基金经理会根据宏观形势作出择时判断，如果看好股票就会加仓，反之则会减仓。该研究显示，这些股票型基金经理的择时调仓并没有给投资者带来更好的投资回报。他们能够为投资者创造的价值，更多的来自于其公司分析和选股能力，而非择时能力。

12.3.5 国外投资策略搬到中国的挑战

接下来，我们谈到了在中国做量化投资策略的挑战。我向Jason指出，中国股市的特点之一，就是历史比较短，数据质量存在争议。

举例来说，上市公司比较全的财务数据，需要等到 1996 年以后，甚至2000年以后才有比较高的质量保障。我国从2007年1月开始施行新会计准则体系，该新准则可能造成 2007年前后的上市公司财务数据标准不同，无法横向比较。根据公司法和证券法的规定，如果上市公司连续两年亏损，即会面临特别处理（ST）；如果上市公司连续三年亏损，其股票将暂停上市（PT）。由于这套制度，上市公司都很怕自己的财报显示亏损，因此也有可能通过做假账（比如“大洗澡”）来避免陷入ST的窘境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此我向Jason提出质疑：如果要设计一个比较好的量化策略，该如何应对这些数据问题？

Jason 的看法是，首先，任何一个优秀的量化基金经理都需要对自己使用的数据有比较深刻的理解。认识到该数据有哪些弱点和不足，这是基金经理需要做到的基本功课。以中国上市公司的财务数据为例，首先要认识到这些数据可能受会计准则、做假账等问题的影响。

其次，认识到已有数据的局限，就可以进行相应的补充和调整。比如，如果感觉上市公司的财务数据有被人为夸大或者修改的可能，那么就需要从其他途径去收集更多的侧面数据。这些侧面数据可以形成对已有数据的多一层检验，来帮助我们排除噪声，获得真正有用的信息。因此在许先生看来，中国上市公司存在的潜在数据问题，反而是机会，能够让真正懂数据的专家显示出更大的优势。

我进一步追问Jason，那么如何应对数据量有限这个问题呢？如果从2007年年初中国施行新会计准则体系算起，我们拥有的数据量只有区区 10 年左右。从美国股市的那些量化研究来看，大部分都可以追溯到20世纪20年代，甚至更早。中国股市更短的数据历史，是不是给量化研究带来更大的困难？

Jason 的看法是，中国和美国的量化研究确实有很大不同。在美国市场，由于有海量的历史数据，因此量化研究人员可以通过对这些数据的测算找出可以重复的模式。但是在中国，市场本身变化就很快，数据量也有限，因此基于中国市场的量化研究，更强调研究人员对数据的理解程度。中国量化研究的“金矿”，在于占据市场交易额80%以上的“韭菜”。把这些“韭菜”的行为模式和错误习惯研究透了，就有获得超额回报的可能。

我向Jason进一步指出，中国市场和美国市场的另一大区别，是美国的做空机制比较成熟。相对来说，要做空一只大市值股票，在美国要比中国容易得多。在Jason所做的量化研究中，其风险因子可能产生的超额回报都是基于“买入+卖空”同时可以实现的“实验室假设”的。但是在现实情况中，卖空个股在中国无法实现。这是不是意味着投资者无法获得研究所显示的超额回报？

Jason 表示赞同。事实上，在绝大部分金融研究论文中，研究者在分析某个因子的“超额回报”特性时，都会假设投资者可以同时买入并卖空。最普遍的做法是，假定投资者可以买入分值最高的 X%的股票（比如价值因子分值最高的 25%的股票），同时卖出分值最低的 X%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票（比如价值因子分值最低的25%的股票），然后通过历史回测去估计该因子可能产生的投资回报。

由于中国股市的做空机制还不成熟，因此对于中国投资者来说，他们只能获得“一条腿”回报，即买入那部分产生的超额回报，而无法获得“卖空”可能带来的投资回报。这样的缺陷无法通过卖空股指期货来弥补，因为股指期货卖的是整个股票市场，而非特定的风险因子股票。

我又向Jason提到，有不少海外的基金经理，把海外的那套投资策略搬来中国，但是他们却不一定能够成功。

一个典型的例子是著名的基金经理安东尼·波顿。波顿先生曾经就职于富达基金，在管理 Fidelity Special Situations Fund 长达28年的历史中获得了年均 19.5%的骄人成绩。2010 年波顿先生从英国移居中国香港，发起了专门投资中国股市的基金。在 2010—2014 年间，该基金表现不佳，总回报为 5%左右，期间最大跌幅高达 30%。2014 年波顿先生宣布从该基金退休，并承认自己在中国市场上“看走了眼”。

因此我追问Jason，海外基金经理应如何避免自己重蹈波顿先生的覆辙？

在Jason看来，中国市场和海外市场有明显的不同点和类似点。在市场结构、公司基本面、会计制度、社会文化等方面，两个市场有很大的不同。因此如果照搬西方的一套来中国，不加调整地直接硬套，则很难获得成功。任何在西方行得通的策略，要搬到中国，都必须进行“本地化”调整。

另外，在投资者行为方面，中国投资者和海外投资者有很多类似的地方。大家都是人，都会受到一些行为偏见的影响。这些行为偏见包括过度自信、追涨杀跌、损失规避、存在性偏差等各种经典的行为学习惯。把这些人性行为偏见琢磨透了，就能利用人性的弱点去市场上获得超额回报。由于中国散户投资者数量众多，因此中国市场机会更大。

12.3.6 对投资者的建议

最后，我问Jason对中国的读者朋友有什么建议？

Jason 想了一想说，广大投资者需要明白的一个重要道理是，主动投资是一场零和游戏（Zero sum ga me）。如果有人获得“超额回报”，那么就一定有人蒙受“超额损失”。让我们假设市场平均回报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为 10%。在这种情况下，如果你战胜市场，获得了30%的投资回报（比市场平均回报好上20%），那么就一定有人损失了10%（比市场平均回报差20%）。

所以我们需要时刻扪心自问：我有什么优势去从别人口袋里抢得超额回报？是我比对方更聪明，还是有更快的消息，或者更准确的判断？如果仔细想一下这个问题，就不难得出结论：如果你没有任何优势，那么你就很可能是那个被割的“韭菜”。获得最多超额回报的那些“聪明人”，一定是资金实力最强大、信息优势最明显、知识储备最雄厚、科技手段最先进的机构投资者（比如最优秀的对冲基金经理）。和这些机构“对弈”，其胜算是非常渺茫的。

问题的复杂程度在于，那些拥有信息、数据、知识和科技优势的“聪明钱”，其智商也都很高，不太可能把自己的投资能力无偿转让，因此他们在“出租”自己的投资能力时会收“租金”。如果投资者选择通过购买主动型基金进行投资，那么其最后拿到手的净回报需要扣除这些基金经理的收费。根据晨星的研究显示，预测某一只主动型基金未来的投资回报，最管用的指标就是该基金的收费。基金的收费越高，投资者获得的回报就越差。这个指标的准确度比晨星自己的星级评分系统都更管用。

因此Jason强调，控制成本，是所有投资者应该牢记的最重要的投资原则之一。

12.3.7 作者点评

由于我个人比较喜欢读金融投资领域学术性的研究文献，因此对Jason Hsu 先生发表过的论文和出版的书籍都比较熟悉。Jason 在聪明贝塔、金融行为学、基金经理能力分析等课题上发表的研究成果很多。这些研究文献有很强的逻辑性和实用性，值得我们学习思考。因此，我特地邀请Jason来我的访谈节目，将他的研究成果向更多的读者分享。

在我看来，Jason 给我们的读者提了很多非常好的建议。他并不讳言中国市场存在不少非理性投资者这样的事实。这些非理性投资者的存在，也确实给一些优秀的基金经理提供了获得超额回报的可能性。

因此，广大投资者在涉足资本市场进行投资前，需要先问一下自己：我到底有什么比别人更出色的优势？我有没有受到过度自信的影响，高估了自己的投资能力？如果你觉得自己是“巴菲特或者索罗斯第二”，那么最大的可能性是你确实高估自己了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果没有证据显示自己有战胜市场的能力，那么投资者就应该放弃挑选个股，选择购买基金。投资者可以选择购买低成本的指数基金，或者有选择地购买主动型基金。

如果想要挑选主动型基金，那么投资者就更应该加强自己的知识储备。在中国的二级市场里，有 4000多只主动型公募基金，因此挑选基金的难度丝毫不比选股低。充分理解运气和技能的差别，理解基金经理获得超额回报的方法、基金投资策略带有的风险，严格控制自己的投资成本，这些都是投资者投资主动型基金获得超额回报的最基本条件。如果这些知识都不具备，而贸然去投资主动型基金，那么投资者就又坠入了过度自信的行为学陷阱。

笔者长期强调投资者应该牢记以下投资原则：控制成本、有效系统和长期坚持。Jason 在访谈中也提到，投资者应该严格控制自己的投资成本。这个想法和笔者倡导的投资哲学不谋而合。希望广大读者可以真正理解这些原则的重要性，并基于这些原则帮助自己做出更为理性的投资决定。

12.4 专访顾朝阳教授：基金和券商如何联手“割韭菜”

在上一节中我提到过，中国和美国股市一个最大的区别是，中国股市中大约有 80%的交易量来自于散户投资者；而在美国股市中，散户投资者在股市中的交易量比例不到 10%。这一巨大的差别，造成了中国股市中可以被割的“韭菜”特别多。

上面提到的这一差别，也造成了机构投资者对于股市的价值和影响不尽相同。长久以来，中国股市的监管层一直觉得散户股民太多，而机构参与度不够。因此，监管层想了不少办法来提高机构在股市交易中的份额。

然而，香港中文大学会计学院院长顾朝阳教授的研究[8]显示，机构除可能提高市场的监督有效性之外，也有相当的“掠夺性”。在一个充满着“人傻、钱多”的市场中，广大散户就成了机构和券商联手收割的对象。

顾朝阳教授在 2013年加入香港中文大学，现任会计学院院长。此前顾教授曾任卡内基·梅隆大学副教授，明尼苏达大学卡尔森商学院副教授、霍尼维尔会计讲席教授兼会计博士项目负责人。他曾为本科、MBA、EMBA 及博士项目教授财务会计、管理会计、财务报表分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及资本市场会计研究等课程，研究兴趣主要集中于资本市场方面的实证研究，包括分析师与管理层预测、盈余管理、权益与债券估值等。

12.4.1 券商和机构的关系

要把上面提到的这个问题讲清楚，我们需要从券商和机构之间的关系说起（见图12-10）。

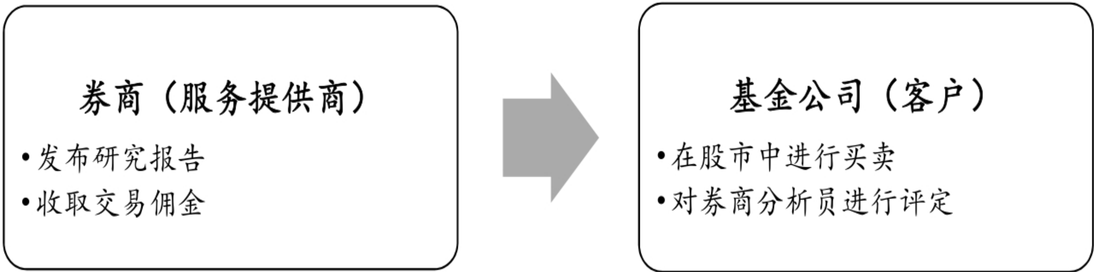


图12-10

从图 12-10中我们可以看到，券商和基金公司是甲方和乙方的关系。券商向基金公司提供交易服务，收取交易佣金；而基金公司通过券商进行股票交易，同时还会参与投票选举卖方的“最佳分析员”等活动。

一般在大券商下面都有一个证券研究部门，该研究部门雇佣几个到几十个不等的证券分析员，基于他们跟踪的行业、股票等撰写各种研究报告。

在整个卖方分析员行业，每年要发布大量的分析报告。一个很有趣的数据是，在这些分析报告中，有超过96%的报告都建议买入或者强烈建议买入；而建议卖出的分析报告，不到总报告数量的0.1%（见图12-11）。

96%	不到0.1%
•建议买入 •强烈建议买入	•建议卖出

图12-11

为什么分析员只敢写“建议买入”的分析报告，而很少染指“建议卖出”的报告呢？在我和顾朝阳教授的对话中，我们谈到了这个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在顾教授看来，分析员只敢写“建议买入”的报告的原因，有如下几个方面。

首先，分析员写报告基于的信息，很多都来自于上市公司高管层。为了写一份报告，分析员需要拜访上市公司的 CEO、CFO、COO 等高管，或者参加他们的电话会议。没有一个上市公司的高管喜欢看到关于本公司负面卖出的报告。因此，如果分析员写一份“建议卖出”的报告，他很可能就会得罪这些高管。事实上，在极端情况下，还会发生上市公司高管起诉分析员的案例。

其次，上市公司对于分析员所在的卖方（券商、投资银行）来说，是大客户。除上市 IPO 之外，金融机构可以向他们出售各种服务，比如发债、发股、兼并咨询等。如果得罪了上市公司高管，则可能会影响到本公司的其他业务，得不偿失。

再次，除了上市公司，卖方分析员还有另一个很大的客户，即基金公司。基金公司如果重仓持有某只股票，自然不希望看到关于该股票的负面分析。事实上，基金公司会希望卖方分析员在该股票上煽风点火，多发一些“强烈建议买入”的分析报告，把公司股价推高，这样他们才可能从中获得更大的利益。

在上文中笔者提到，基金公司除了给予券商交易佣金，也会参与券商分析员的评选活动。如果一个分析员在年终被评为“优秀分析员”，那么他可能得到的花红和奖励是非常可观的。因此，任何一个分析员，除非吃了豹子胆，一般不太会愿意得罪自己的基金客户。

最后，一般来讲，如果发布一份“强烈建议买入”的分析报告，个人散户股民更容易跟风买入。交易量的增加，能够给券商带来更多的佣金收入。相对而言，“建议卖出”的分析报告不太可能带来类似的交易量和佣金的增加，对于券商来说没有什么好处。

综合上面提到的这些原因，在股票投资行业有个“默契”，即对于股票分析报告的推荐，在阅读的时候需要打折扣。比如报告显示“强烈建议买入”，你最多只能把它当作“建议买入”来对待；如果报告显示“持有”，那么你就需要提高警惕，因为其隐含的意思很可能是“卖出”。

12.4.2 机构和券商如何“割韭菜”

顾教授在其学术论文中提到，中国股民有一个很典型的行为习惯，叫作“过度反应（Over Reac tion）”。过度反应的意思是，股民们在看到一些分析报告后，对相关股票做出过度的买卖行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比如某份分析报告推荐“强烈建议买入”，那么股民们就会完全无视基本面信息和股价变化，一窝蜂地抢着购买该股票，生怕自己错过这只股票。殊不知，这种投资习惯，恰恰让这些股民变成了机构基金经理的“盘中餐”。

在这里和大家分享一种用得比较多的“割韭菜”手法，如图12-12所示。

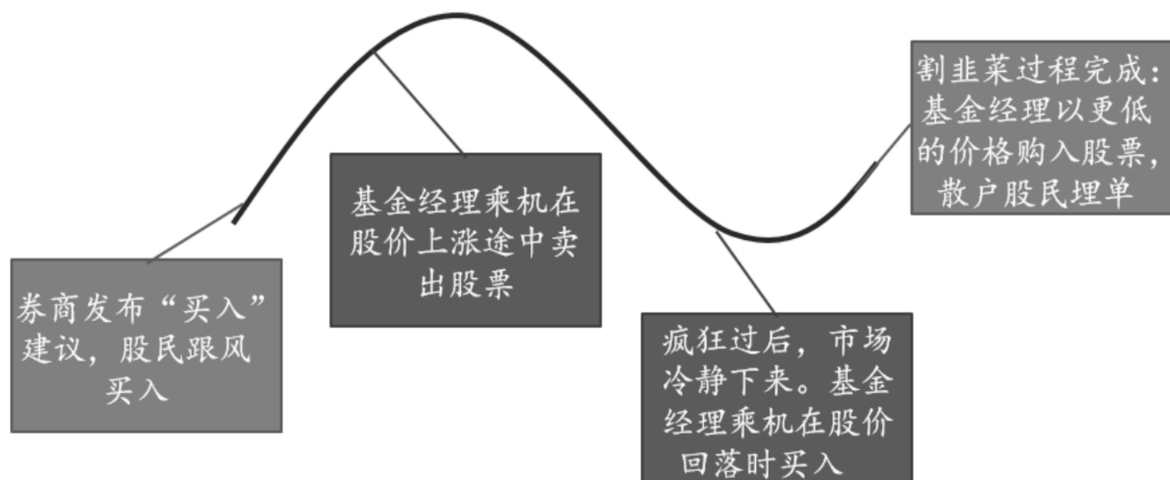


图12-12

券商分析员首先发布一个“买入”的投资建议。广大散户在看到该“买入”投资建议后，纷纷跟风买入，把股价推高。在股价被节节推高的过程中，基金经理乘机把手中的股票抛出。等到市场上的热度减退，股价回落时，基金经理再在低价位将该股票买入。这样“一买一卖”，基金经理就和券商实现了一次完美合作，完成了对散户股民的一轮“收割”。

顾教授通过自己的研究提醒广大投资者，在对待券商分析员发布的“强烈建议买入”投资建议时，我们应该多长一个心眼。特别的，我们要判断一下被强烈建议买入的股票，是不是和该券商有紧密联系的某基金的重仓股。如果某基金重仓持有一只股票，同时和发布“强烈建议买入”投资建议的券商有很密切的业务往来，那么我们就应该提高警惕，谨防自己成为“割韭菜”陷阱的受害者。

由于大型基金机构是券商的客户，向他们支付交易佣金，因此券商分析报告受基金和机构的影响可能并不让人感到意外。在本书第6章中，我提到的欧洲大基金施罗德和小券商Numis之间发生的纠纷，也是一个典型的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顾教授同时提到，在基金和券商之间，除了上文中提到的利益往来关系，还有一个更深层次的社交网络联系。而这个社交网络联系往往被大众所忽略，同时也难以从监管层面进行管理。

举例来说，大约有 40%的基金经理以前是券商研究部门的分析员，很多基金经理和券商分析员是同学或者校友关系。这种社交关系网，意味着基金和券商之间更多的是“合作”和“共谋”的关系，而非“互相监督”的关系。在这种关系的影响下，基金和券商有着非常多的共同利益。在这种共同利益的驱使下，机构们联手在股市上忽悠散户，“玩”一把个人投资者，就不那么难以让人理解了。

一个聪明的投资者，需要理解这些机构之间的互相联系，以及它们背后的利益激励机制。我们应该通过不断的学习，提高自己的知识水平，降低自己成为“被割韭菜”的可能性，避开投资理财中的“地雷”，努力成为“投资丛林”中的幸存者。

12.4.3 作者点评

跟美国股市相比，中国股市相对来说更为年轻，参与股市投资活动的散户股民有更高的积极性。很多这样的散户股民对股票投资有很高的期望，梦想着通过炒股来改变自己的命运，达到所谓的“财富自由”。

对于这些股民来说，他们更需要的可能不是如何进行“技术分析”，或者打听各种“小道消息”，而是接受更为全面的投资者教育。我们需要更多的研究者和教育者，用通俗易懂的语言告诉这些股民朋友们，哪些是股市中比较常见的“坑”，哪些是投资者最容易犯的错误。这样才能更好地帮助更多的散户投资者，降低他们成为“股市韭菜”的概率，让更多的投资者变得更加聪明和理性。

12.5 专访William Bernstein博士：主动投资和被动投资

威廉·伯恩斯坦（William Bernstein）是美国著名的金融经济历史传记和金融科普作家。他拥有哲学与医学的双料博士学位，是一名神经科学专家和知名的公司财务理论家，因其对现代金融投资组合与公司财务报表的研究而享有盛名。他是资产配置领域的杂志《有效边界》的编辑，也是美国普通投资者心目中的草根英雄。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯恩斯坦著有《投资者宣言》《繁荣的背后》《伟大的交易》《投资的四大支柱》等经典经济投资著作。这些书都已经被翻译成中文，让很多中国读者学到了不少有用的知识。上面提到的这些书，笔者全都看过（英文版），因此也可以算得上是伯恩斯坦的一个忠实粉丝。

2017 年，笔者有幸请到伯恩斯坦本尊，来到“伍治坚证据主义”节目做了一次别开生面的访谈。在这次访谈中，笔者向伯恩斯坦提出了一系列刁钻的问题，同他进行了一场别开生面的“主动～被动”投资大辩论。在这场辩论中，笔者收集了一些主动投资阵营最惯用的理由、借口和论据，把它们放在台面上和伯恩斯坦逐个进行仔细的讨论。

如果你对投资理财、私募基金、资产配置等问题感兴趣，那么将会从我们的辩论中学到很多非常有用的知识。下面是我们的对话摘要。

12.5.1 被动投资为什么管用

伍治坚：主动投资阵营最常用的说法是，只有那些大学里的“书呆子”，才会相信市场有效理论。

罗伯特·席勒教授的研究指出，股票市场的波动性远远超出股票分红率（Dividend Y ield）和折现率（Discount Rate）所体现出来的股价变化。在股市中，有很多脱离基本面的“噪声”。如果购买并持有一只被动性的指数基金，就相当于接受这些价格噪声，因此不如主动投资更加有效。

对于对这个知识点不太熟悉的朋友，请让我在这里稍微花点儿笔墨做一下背景介绍。

在罗伯特·席勒教授发表的一篇论文中，他通过实际利率将公司实际的分红折现，算出股票市场的“公允价格”，发现事实上的股市价格波动要远远超过该“公允价格”的波动率。

也就是说，公司的股息变动，仅能解释股票市场大约 20%的上下波动，而剩下的 80%的波动，则受其他因素影响。这些因素包括股民的情绪、对于国家和股市的信心等。席勒的这篇论文对DDM模型提出了挑战。

读者朋友们也可以反过来想。假设 DDM 对于股票的估值是合理的，那么公司的估值变动应该是比较稳定的，不会忽上忽下。所以很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多时候，公司股票的上下波动都是“傻瓜”在那里胡乱买卖，他们根本就不知道公司股票的真实价值。

伯恩斯坦：对于这个问题，可以从两个方面来回答：理论上的和实证上的。

理论上，股票市场的估值是否会回归均值（Mean R everting），在何种情况下花多少时间回归均值，都是高度不确定的。

凯恩斯曾经说过一句非常著名的话：The m arket can st ay irrational f or longer t han y ou c an rem ain sol vent。翻译过来就是：市场非理性的时间可能长于你还有资本继续玩下去的时间。也就是说，即使你能找到股票的“真实”价值，但是你有没有能力坚持到股价回归价值的那一天，也需要被打上一个大大的问号。

从实证角度来讲，有大量的研究显示，平均来讲，基金经理在扣除其费用后的投资回报不如市场指数回报。

有一些人可能会说：我可以去选择那些高出平均水平的基金经理呀。问题在于，基金经理过去的投资业绩，对他未来的投资业绩没有预测作用。有大量的研究显示，投资者没有能力提前找出能够战胜市场的优秀基金经理。也就是说，即使市场有时候有噪声，你也很难战胜它。

12.5.2 如何解释股神的存在

伍治坚：每次我和一些投资者朋友讨论主动投资和被动投资这个话题时，总有人会说：你没看到巴菲特吗？桥水的Ray Dalio 知道吗？文艺复兴的Jim Sim ons 晓得吗？量子基金的乔治·索罗斯呢？你没看到这些出色的基金经理吗？他们可是连续很多年都取得了非常不错的投资回报的。这些不都是活生生的战胜市场的例子吗？

伯恩斯坦：没有人否认这个世界上有出色的基金经理。他们往往非常聪明，或者在正确的时候处于正确的位置。难点在于，投资者如何事先确定某基金经理是真的有水平，还是只是运气好。有大量的研究表明，如果只是顺着基金经理过去几年的历史业绩去挑选基金，那么投资者不太可能获得好的回报。

很多基金经理在他们成名之后，要么把基金关闭了不让别人投资（比如文艺复兴的 Jim S imons），要么就是收取非常高的费用。在扣除了这些费用以后，投资者可以拿到手的净投资回报并不见得比市场平均回报更好。所以，对于那些热衷于投资明星基金经理的投资者，我在这里祝他们好运。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特是一个非常有趣的例子。在巴菲特的伯克希尔·哈撒韦股价中，有一个非常重要的“巴菲特溢价”。如果你把伯克希尔·哈撒韦的市值和该公司持有的子公司的市值总和相对比，就不难发现母公司的市值有一个明显的溢价。这就是巴菲特的“品牌价值”。

巴菲特已经接近 90岁了。有朝一日当巴菲特百年之后，伯克希尔·哈撒韦的股价是否还能够持续，是一个大问号。

伍治坚：所以这里就有一个“理想很美好，现实很残酷”的问题。主动投资看起来非常吸引人，市场上也确实经常出现一夜成名的“投资传奇”。但是投资者如果想要通过主动投资赚钱，或者挑选优秀的基金经理帮助自己提高投资回报，其难度要远远高于他们的想象。

伯恩斯坦：对。在金融投资里有一个术语叫作“主动投资的数学现实”。这个术语的意思是，所有主动投资的回报总和，等于市场平均回报（可以通过被动投资获得）减去相关的投资费用（包括交易佣金、摩擦成本、市场影响成本等），如图2-13所示。



图12-13

如果有好的基金经理能够战胜市场，其战胜市场的超额收益，一定来自于那些跑输市场的“笨蛋”。这是任何一个想从事主动投资的投资者，在下注前需要搞明白的最重要概念之一。

伍治坚：对，该概念的核心在于：主动投资是一场零和博弈。赢的另一面，是一定会有人输。因此，如果你想在这个市场中成为赢家，就需要先扪心自问自己是不是比别人更强。

伯恩斯坦：是的，我喜欢用这个比喻来教育那些散户投资者。如果你去股市中炒股，就好像去打网球比赛。在很多时候，你的对手可能是费德勒或者纳达尔。如果你还觉得自己有胜率，那么我只能祝你好运了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伍治坚：嗯。这让我想起行为经济学中一个非常常见的心理偏见：过度自信。绝大部分人都会受过度自信的影响，觉得自己是“索罗斯第二”、炒股金手指。殊不知他们只是自我感觉良好而已。

12.5.3 市场不规则（Market Anomaly）

伍治坚：接下来，让我们再来分析一下另一个主动型基金经理比较常用的论据。

美国麻省理工大学教授 Andrew Lo 曾经写过一本书，叫作 *A non-random walk down Wall street*（《华尔街非随机漫步》），作为对 Burton Malkiel写的 *A random walk down Wall street*（漫步华尔街）的回应。在书中，作者指出在资本市场中有不少不规则（Anomaly）现象。顺着这些不规则现象进行投资，投资者可能可以持续获得比市场平均回报更好的超额回报。

美国著名的金融教授法玛（Eugene Fama）和弗兰奇（Kenneth French），也通过很多研究指出，有各种因子（Factor）能够为投资者带来更好的投资回报。这些因子包括：小市值（Small Cap）、价值（Value）、低波动（Low Vol）等。

这些市场不规则现象的存在，是否意味着，如果投资者顺着这些因子进行主动投资，就能够获得比被动指数投资更好的投资回报呢？

伯恩斯坦：有几个问题需要注意。

首先，法玛和弗兰奇的研究在金融界是划时代的。这些研究也导致了后来很多的金融创新。法玛和弗兰奇的研究显示，投资价值型股票（Value Stock）的回报要好于增长型股票（Growth Stock），投资小市值（Small Cap）的股票的回报可能会好于大市值（Large Cap）股票。

但是这些超额回报的另一面，是投资者承担了更大的投资风险。比如在1929—1932年的熊市，以及2007—2009年的金融危机中，价值型股票惨跌，其投资回报比整体市场的平均回报要差很多。在一个有效的市场中，为了追求更高的回报，承担了更大的风险，投资者并没有获得任何“免费的午餐”。

其次，法玛和弗兰奇的研究论文发表于 1992年。该论文发表后，陆续有越来越多的研究者发现能够带来超额回报的各种因子，比如动量、红利、质量等。但是很多这些所谓的超额回报，只是“数据挖掘”（Data mining）的结果。如果你反复做数量足够多的测试，则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迟早会发现一些看上去能够产生超额回报的因子。但这并不表明这些因子真的有投资价值。

最后，根据法玛和弗兰奇做的历史回测显示，价值因子可以为投资者带来每年 1%～1.5%的超额回报。在这个“超额回报”被大家发现之后，有越来越多的钱被投入价值因子的投资策略中。投资的道理，就是“水涨船高”。当大家都去追逐某一个共同的“超额回报”以后，该回报的超额部分就会很快消失。

伍治坚：您刚刚提到了好几个非常重要的知识点。在我和杜克大学教授Campbell H arvey 的一次专访中，我们专门提到了 Harvey 教授写的一篇关于“数据挖掘”的学术论文。在该论文中，Harvey教授得出结论：至少有一半的量化投资策略都是骗人的（详见本章12.2节）。

一个很简单的例子是，基金经理在其数据库中做了 200 次随机回测，选出一个最好的。看上去该交易策略能够带来非常好的投资回报，其实只不过是200次随机测试中的一个而已。

投资者在评判这些能够带来超额收益的“投资因子”时，需要做多方面的详尽调查。纸面上的回报，和投资者可以拿到手的真实回报，往往会有很大的差距。投资者需要考虑到策略附带的交易费用，以及第三方理财机构和基金经理从中收取的各种费用。

同时，这些超额回报因子并不总能给投资者带来超额收益。它们的回报要视所选取的时段而定。如果投资者以为投资了某个“超额因子”，就能坐享其成，妥妥地获得更好的投资回报，这种想法未免过于单纯幼稚。

12.5.4 市场指数的弊端

伍治坚：接下来，让我们再来讨论另一个经常被主动型基金经理援引的论据。

如果投资者购买一只被动型指数基金，那么他就“被迫”持有那些价值被高估的股票。以纳斯达克指数为例。2017 年 9 月，纳斯达克指数中权重最大的五只股票是：苹果、谷歌、微软、亚马逊和Facebook，其市值总和占到了纳斯达克指数总市值的 40%左右。这样的集中比例（Concentration Ra tio）是非常高的。被动型投资者以为自己买了个被动指数，其实承担了很大风险还不自知。

伯恩斯坦：我从来都不觉得被动型投资者应该只购买纳斯达克指数。纳斯达克指数中包含的公司只是市场的一部分，主要为科技类股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票。我们提倡的被动投资是，投资者应该持有市场上所有的股票。以这个标准来衡量，即使是标准普尔 500 指数也不合格。主要原因是标准普尔 500 指数是由委员会成员来负责选股的，并不是一个严格意义上的被动指数。

因此，我建议投资者购买的是基于全市场指数（Total Market Index）[9] 设计的指数基金。

伍治坚：我可以理解您的意思。纳斯达克指数算不上整个市场，投资者购买该指数承担的风险特别偏向于科技类股票。基于标准普尔 500 指数，或者全市场指数的ETF更加适合投资者长期持有。

回到刚刚那个问题上，即使是全市场指数，也有股票价格严重背离基本面的时候（比如 1999年）。这可能是所有市值型指数（Market Cap Index）的通病，也被不少业内人士诟病。比如 RAFI 的罗伯特•阿诺（Robert Arno tt），就写过不少文章向大家解释市值型指数的弊端。这也是为什么他力推其“基本面指数”（Fundamental Index）的主要原因之一。

伯恩斯坦：我跟罗伯特•阿诺（Robert A rnott）是老朋友，对他的研究非常熟悉。我觉得他的研究有很多高质量的地方，但在我看来，基本面指数其实就是个价值指数（Value I ndex）。

我们之前已经说过，价值因子由于风险更大，因此长期下来，可以为投资者带来更大的投资回报。这并没有什么新奇的地方，法玛和弗兰奇的研究早已证明了这一点。

伍治坚：对于市值型指数，很多主动投资基金经理会说：市值型股票指数（Market Cap St ock In dex）确实很难战胜，值得投资者购买并持有。但是到了债券，就不是这么一回事了。

在基于市值的债券指数中，发债越多的公司或者政府，其债务在指数中的比重越高，这就导致一个有违常理的现象，即投资者持有的最多的债券，来自于那些负债最高的公司或者政府。

举例来说，图 12-14显示的是西方工业 7国政府债券指数（Citigroup G 7 Index）中各国政府债券的权重。我们可以看到，其中权重最大的国家是：美国（40.73%）、日本（24.44%）、法国（9.84%）和意大利（9.37%）。这些国家权重大的原因很简单：其政府发行的债务最多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

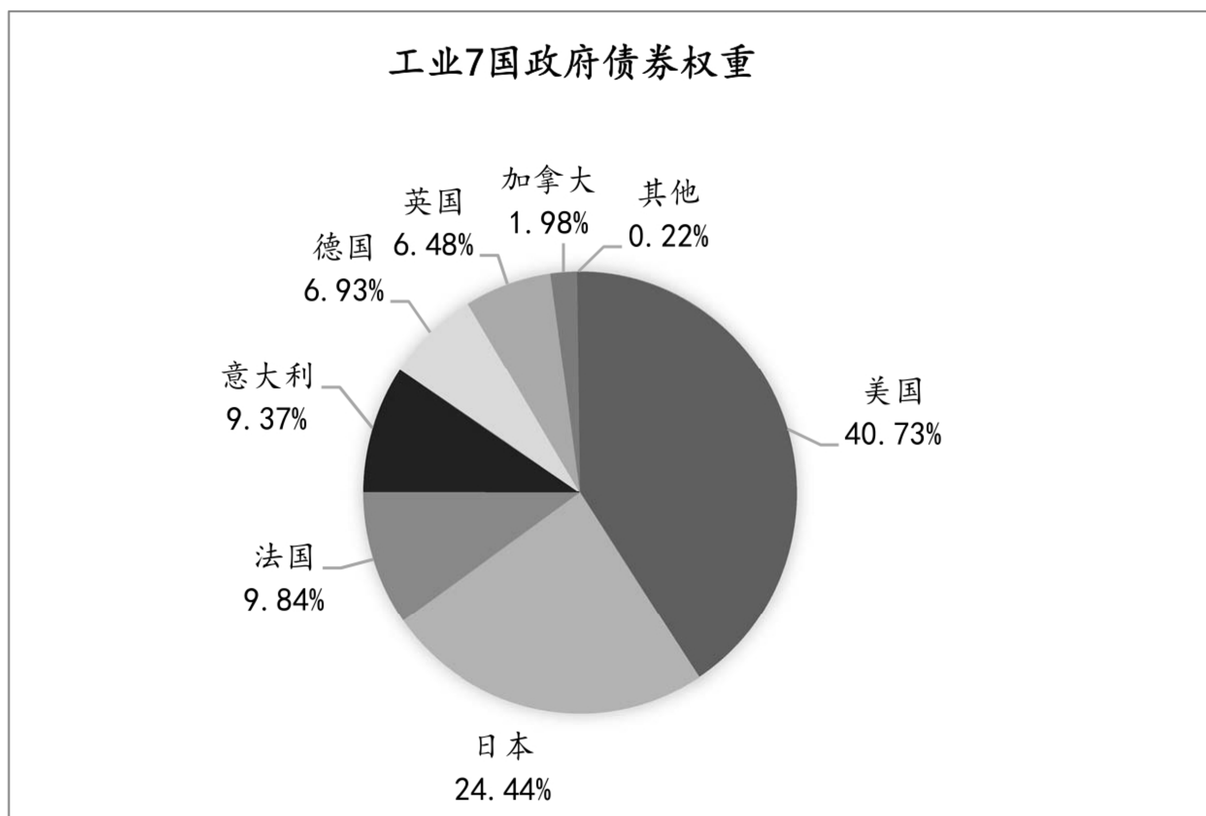


图12-14

数据来源：贝莱德安硕ETF[10]

从财务角度来看，如果一个国家或者公司发行太多的债务，那么就可能会引发更高的投资风险。因为发债越多，利息费用就很高，以后是否有能力偿还本息是一个疑问。

基于这个原因，很多主动型基金经理会告诉广大投资者，以指数基金的形式投资债券市场，会导致风险越高的债券，投资者购买的越多。因此，在债券市场上主动型基金比被动型指数基金更好。

伯恩斯坦：从理论上说，上面这个说法听起来确实很吸引人。但是这种理论到底在实际中是否管用，我们需要用证据说话。有很多研究表明，绝大多数债券基金的回报，不如被动型指数基金（ETF）。我认为事实证据的说服力更强。

在和伯恩斯坦结束对话后，我特意去查了一下相关的数据。

如图 12-15 所示，不管是政府长期债券、中期债券、垃圾债券还是新兴市场债券，不管是回顾过去的一年、三年、五年还是十年，我们不难发现，绝大部分公募基金的业绩回报都不如其基准（指数）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

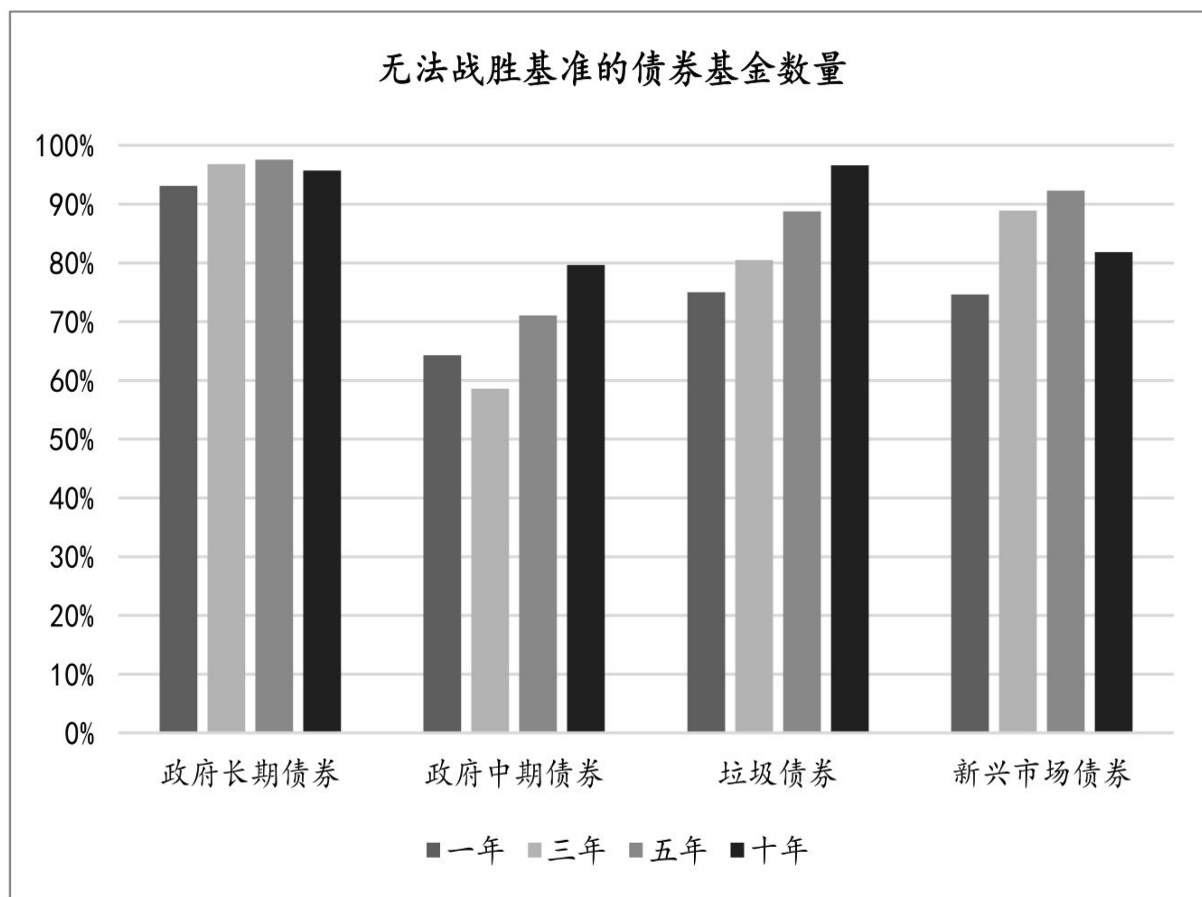


图12-15

数据来源：标准普尔[11]

这也是伯恩斯坦反复强调“证据”的关键原因之一。我向伯恩斯坦提出，很多时候，各种基金机构或者第三方理财机构甩出的“花言巧语”听上去十分有理，让很多朋友“为之倾倒”也情有可原。但是作为一个聪明理性的投资者，更应该注意培养自己以证据为基础的思维习惯，尽量减小自己的判断被感情和个人喜好左右的可能性。

伯恩斯坦表示同意。在他看来，我们人类天生就喜欢“听故事”。这也是为什么许多成功的 CEO和创业者，同时也是高明的“讲故事”专家的原因所在。但是一个理性人和非理性人的主要区分就在于，能否分辨出“故事”和“证据”的区别？当“故事”和“证据”发生冲突时，我们应该始终相信证据，并以之作出更为理性的决策。

12.5.5 被动投资是否有违市场经济

伍治坚：下面我们再来举一个主动投资阵营常用的观点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国一家投资研究公司 Stanford C.Bernstein&Co 曾经出过一份题为 *The Silent Road to Serfdom：Why Passive Investing is Worse Than Marxism* 的研究报告。在该报告中，作者指出：被动投资比马克思主义计划经济造成更大的危害。

另一家基金公司，太平洋投资管理公司（PIMCO）也曾经发布研究报告指出，被动投资是搭便车（Free ridi ng），会造成道德风险（Moral Hazar d）。您对这些报告是怎么看的？

伯恩斯坦：首先我想声明，Stanford C.Bernstein&Co 这家公司和我个人没有任何关系（该公司名字的拼写恰好和伯恩斯坦的名字相同）。

其次，这些宣传主动投资的基金或者研究公司，正在面临着前所未有的生存压力。他们的市场份额正在被被动投资快速地抢占。当某家公司把它想要攻击的对象称作“马克思主义”时，你可以感觉到他们有多么绝望。

我不认为被动投资会造成任何道德风险，但是说被动投资是搭便车，这是绝对有的。正是因为有数以万计的主动投资者通过不断的交易，发现并纠正价格，让市场变得更加有效，因此被动投资才会为广大投资者带来价值。你甚至可以要求，所有的指数基金向那些从事主动投资的投资者们支付一个“劳苦”费，比如 0.01%。正是他们的辛勤劳动，才使得我们的市场变得更加有效，所以作为被动型指数的投资者，肯定搭了主动投资者的便车。

伍治坚：诺贝尔经济学奖得主威廉·夏普也说过，被动投资搭了主动投资者的便车。投资一个被动型指数，就好比市场中所有的优秀基金经理一起为你打工。但是在这个问题上，我们需要明确两点：

首先，虽然过去十年被动投资的资金规模上涨了很多，但是就今天而言，主动投资管理的资金量还是要远远大于被动投资的（在美国，大约是70%被动对 30%主动）。所以，所谓的每个人都去从事被动投资，没有人去做主动投资的警告，有一些夸大其词，杞人忧天。

其次，这个市场上永远不会缺那些想去通过主动投资赚取超额回报的投资家和投机家。但是作为投资者，应该保持清醒，不要被表象所迷惑。我们需要扪心自问：我需要用自己的真金白银去为提高市场有效性做贡献吗？如果有人愿意去寻找市场的无效性，那是他自己的选择，没有人会不让他这么做。但是涉及我自己和家人的辛苦积蓄，有没有必要陪那些市场冒险家去“过把瘾就死”呢？

伯恩斯坦：确实如此。事实上，即使有 99.9%的资金都被投入到被动型指数基金中，剩下的 0.1%从事主动投资的投资者，他们加起来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资回报也一定是市场平均回报（扣除投资费用）。也就是说，即使在这剩下的极少数主动型投资者中，也还是有赢家和输家的。

伍治坚：对，这就又回到了我们刚刚讨论过的“主动投资的数学现实”这个问题上。

12.5.6 被动投资有没有泡沫

伍治坚：接下来，我们再看一个主动投资阵营经常援引的理由。

在过去几年中，指数基金（ETF）得到了飞速增长。低成本指数投资的市场领导者，美国的先锋集团（Vanguard），在过去几年中吸引的资金管理数量，比其他很多基金公司加起来的资金管理增量都要多。如果有太多的投资者追逐同一个标的，那么就有可能会产生泡沫。目前我们正处于一个 ETF 泡沫的形成过程之中。

伯恩斯坦：ETF 只是一种投资的形式，其投资标的和传统上的指数基金（Index Fu nd）是一样的。事实上，像 Vanguard这样的公司，同时向投资者提供 ETF 和指数基金的选项。任何一个人如果想购买并持有指数，都可以选择ETF或者指数基金。这里根本不存在所谓的“ETF泡沫”这一说。

伍治坚：确实如此。

下面我们再来分析一个主动投资阵营常用的借口。这个世界上没有绝对的被动，所有的投资都是主动的。以 SPY（SPDR S&P 50 0 Inde x ETF）为例，该指数基金号称追踪标准普尔 500 指数，但是其每日的交易量甚至比苹果股票和 Facebook 股票都高。如此高的交易量，怎么能把这样的指数基金称为被动投资呢？

伯恩斯坦：这里就涉及一个大众对于“被动投资”概念的理解误区。

我们说的“被动投资”，是指指数中不存在“选股”行为。同时，投资者放弃“择时”，选择购买整个市场并长期持有。以 SPY 为例，该 ETF 追踪的是一个指数（标准普尔500指数）。但是那些频繁买卖该ETF的投资者，从事的则是主动投资活动。

伍治坚：是的，广大投资者需要真正理解“被动投资”的含义。约翰·博格尔也曾经撰文指出，很多被动型指数基金被投资者滥用，被他们用作主动投资和投机的工具。这违背了“被动投资”一开始的初衷，以及其依赖的理论基础。

12.5.7 作者点评

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

威廉·伯恩斯坦是我最喜欢的金融作家之一。他写的关于金融投资的书籍我全都看过。如果你对金融投资、资产配置等话题感兴趣，我强烈推荐你可以去找几本伯恩斯坦写的书看一下。

在我和伯恩斯坦的对话中，涉及了几个比较重要的概念，比如究竟什么是被动投资，被动投资和主动投资的主要区别在哪里，为什么被动投资能行得通，投资者对这些重要概念最容易产生怎样的误解等，这些问题并不容易理解，有时候可能需要读一些金融文献，然后花点儿时间仔细考虑才会想通。

我希望自己和伯恩斯坦的对话，能够为更多的读者朋友们解惑。在我们收到的各种金融理财宣传材料中，往往是众说纷纭，各有各的理。但正如伯恩斯坦所说的，到最后我们应该严格地以证据为基础，尽量不让感情因素左右自己的判断，这才是投资者作出理性决策的根本之道。

[1] Ilia Dich ev and Gwen Y u,Higher risk,lower r eturns:what h edge fund inv estors really earn.Journal of Financial Economics,100 (2011):248-263.

[2] Ilia Dichev and Gwen Yu.Higher risk l ower re turns:wh at hed ge fund investors really earn,Journal of Financial economics,100 (2011):248-263.

[3] https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2474755

[4] Rob Arnott,N oah Beck,V itali Kalesnik a nd J ohn W est.How can Smart Beta Go horribly wrong?Research Affiliates,Feb 2016.

[5] Jason Hsu,Brett M yers,and Ryan Whitby.Timing Poorly:A guide to g enerating poor returns while investing in successful strategies,Journal of Portfolio Management,V42,Number 2,Winter 2016.

[6] Jason Hsu,Vivek Viswanathan,Michael Wang,Phillip Wool.Anomalies in Chinese A-Shares,April 2017.

[7] Yeguang Chi.Performance Evaluation of Chin ese Actively Managed Stock Mutual Funds,2013.

[8] Zhaoyang Gu,Zengquan Li,Y ong George Y ang,Monitors or Predators:The Influ ence of Institutional Investors on Sell-side Analysts,2012

[9] 涵盖美国市场范围最广的指数，是Wilshire 5000 Total Mar ket Ind ex。顾名思义，该指数包括 5000只美国股票，比标准普尔 500指数涵盖的市场范围更广。追踪 Wilshire 500 0 Total Market Index的指数基金，有VTI、ITOT等。

[10] https://www.ishares.com/uk/institutional/en/literature/fact-sheet/iglo-ishares-global-govt-bond-ucits-etf-fund-fact-sheet-en-gb.pdf

[11] http://us.spindices.com/documents/spiva/spiva-us-mid-year-2016.pdf

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结束语

绝大多数普通个人投资者，都容易犯三种心理错误：大意、轻信和贪婪。

大意，是指对自己的炒股能力极度自信。感觉自己看过几篇文章，或者以前炒股时赚过一些钱，就是“巴菲特第二”了。无知者无畏，说的就是这样的投资者。

轻信，指的是一些投资者从某个朋友那里得来一些“小道消息”，就把这样的消息奉若至宝，不多加思考就大举买入。看到一些券商分析报告推荐“强烈建议买入”，不多动动脑筋就直接在交易软件里下单。在中国股市中，从来都不缺“轻信”的投资者。

贪婪，指的是投资者喜欢追涨杀跌。赚了 5%，还想着再赚 10%。看到股票市场涨了，就跟进去买一点儿。股票市场涨得越多，越是把更多的钱扔进去。

一个聪明理性的投资者，需要意识到上面三个最可能犯的心理错误，努力提高自己的决策质量。

在面对任何一个金融投资产品时，我们可以通过考虑下面三个问题来判断该产品是否适合自己投资。

（1）利益绑定。管理人/卖方的利益是和自己有绑定，还是有潜在冲突？如何想办法降低潜在利益冲突？

（2）投资费用。该产品的投资费用是不是市场上最有竞争力之一？对于我来说，付出这样的费用是否合理？

（3）价值。该投资产品到底有没有价值？是否能够为我带来好的投资回报？

绝大部分的业余投资者，将过多的精力都放在上面第三个问题上，而忽略了更加重要的第一个问题和第二个问题。一个理性的投资者，应该时刻牢记上面三个重要问题，只有在这三个问题都得到令人满意的回答后，再考虑出手投资。

最后，恭喜您看完了这本“投资丛林教程”。有很多和您类似的其他投资者，由于知识有限，或者智慧不足，很容易成为“投资丛林”中各种“掠食者”的盘中餐。希望本书中提到的知识，可以帮助您成为一个更加强壮和智慧的行者，顺利越过投资丛林！